Keynes' Geldlehre

Darstellung und Kritik

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Würde eines Doktors
der wirtschaftlichen Staatswissenschaften
bei der rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät
der Friedrich-Wilhelms-Universität zu Breslau

vorgelegt von

Herbert Goerke
Diplom-Volkswirt aus Breslau

Breslau 1934

Druck von R. Nischkowsky

Gedruckt mit Genehmigung der rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Breslau.

Referenten:

Prof. Dr. A. Hesse.

Privatdozent Dr. G. Schmölders.

Tag der mündlichen Prüfung: 20. Februar 1934.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhalt.

Seite

Einleitung: Eigenart der Problemstellung und Verhältnis zu anderen Geldlehren 1

I. Keynes' Geldbegriff 3

II. Keynes' Geldwert- und Stabilisierungslehre 4

1. Die Indexzahlen 4
2. Definitionen 6
3. Die Grundgleichungen 9
4. Keynes' Gleichgewichtslehre 10
5. Der Stabilisierungsgedanke bei Keynes 14
6. Kritik der Grundgleichungen 15
7. Kritik der Gleichgewichtsbedingungen 17

III. Der Geldmechanismus und das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition 22

1. Die symptomatische Bedeutung des Verhältnisses zwischen Sicht- und Zeitdepositen 22
2. Die Bedeutung der spekulativen Umsätze als nichtmonetären Faktors eines Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition 26
3. Der Sparüberschußfaktor 28
4. Der Baisseüberschußfaktor 33
5. Zusammenfassung 36

IV. Die Theorie der Bankrate 37

1. Darstellung:
   a) Die Beziehung zwischen den Märkten der langfristigen und kurzfristigen Kredite 37
   b) Keynes' und Hawtreys empfindlicher Kreditnehmer . . . 39
2. Kritik:
   a) Die ungleichmäßige Wirkung einer Veränderung der Bankrate 40
   b) Die Bedeutung des Zinsfaktors und des psychologischen Faktors für die Investitionsfähigkeit bzw. die „Neigung zu horten" 41
   c) Kreditrestriktion und „unbefriedigte Kreditnehmer" . . 42
   d) Bankrate und zwischenstaatlicher Kapitalverkehr . . . 44
   e) Zusammenfassung 45

V. Die Depressionen der neunziger Jahre und der Gegenwart . . 47

VI. Die Maßnahmen zur Bekämpfung der gegenwärtigen Depression 48

Literaturverzeichnis.

Bandmann, Egon. Kreditexpansion als Aufgabe der Weltwirtschaftskonferenz; Wirtschaftsdienst v. 7. 4. 33.

Bendixen, Friedrich. Das Wesen des Geldes. München 1926

Benham, Friedrich. Der Weg zur Prosperität. Währung und Wirtschaft 2/5 S. 75 f. Mai 33.

Bilimovic, A. J. M. Keynes' Treatise on Money. Zeitschr. f. Nationalök. Bd. IV, 2, 1933 S. 267 ff.

v. Bortkiewicz, L. Das Wesen, die Grenzen und die Wirkungen des Bankkredits. Weltw. Arch. 1921/2 Bd. 17.

Budge, S. Lehre vom Geld. I, 1 Jena 1931. I, 2 Jena 1933.

Burchardt, Fritz. Entwicklungsgeschichte der monetären Konjunkturtheorie. Weltw. Arch. 1928, Bd. 28.

Cassel, Gustav. Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1932

— Das Stabilisierungsproblem, übers. v. Max Mehlem. Leipzig 1926.

— Die Krise im Weltgeldsystem. Berlin 1933.

Dyason, E. C. Scourging the money-changers. Economic Record, Melbourne, 7/13, S. 227—38 Nov. 31.

Eucken, Walter. Die Ursachen der potenzierten Wirkung des vermehrten Geldumlaufes auf das Preisniveau. Conrads Jahrb., 1926, Heft II.

Fisher, Irving. Die Kaufkraft des Geldes. Deutsch von Ida Stecker, 1916.

Haberler, Gottfried. Die Kaufkraft des Geldes und die Stabilisierung der Wirtschaft. Schmollers Jahrb. 55/II, S. 993.

Hahn, L. A. Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits 1921.

— Kredit und Krise, 1931.

Hantos, Elemer. Die Kooperation der Notenbanken als Mittel zur Rationalisierung der Weltwirtschaft, 1931.

Hawtrey, R. G. Währung und Kredit, deutsch von Ludw. Oppenheimer, Jena 1926.

— The Art of Central Banking, London 1932.

Hayek, F. A. Preise und Produktion. Wien 1931.

— Reflections on the pure theory of money of Mr. J. M. Keynes. I. Teil, Economica, London, 33, S. 270/95 (Aug. 31).

— dto. II. Teil, ebenda 35, S. 22/44 (Febr. 32).

— A rejoinder to Mr. Keynes. Economica, 34, S. 398—403 (Nov. 31).

Hesse, A. Allgemeine Volkswirtschaftslehre. 12. Auflage. Jena 1927.

— Volkswirtschaftspolitik. Jena 1930, 11. Auflage.

— Statistik. Erster Teil, 5. Auflage, Jena 1923.

— Einführung in das wirtschaftliche und soziale Verständnis der Gegenwart. Jena 1932.

Heinrich, Walter. Die Grenzen der Geldschöpfung. Conrads Jahrbücher 1928. Heft 5.

Josephy, Berthold. Keynes' Geldlehre. (A treatise on money). Zeitschr. für die ges. Staatsw. 93/1, S. 52/73 Aug. 1932.

— Währungsschutz-Währungsbeherrschung. Jena 1933.

Keynes, J. M. Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages, übers. v. Bonn u. Brinkmann, München u. Leipzig 1920.

— Revision des Friedensvertrages, übers. v. F. Ransohoff, München u. Leipzig 1922.

— A Tract on monetary Reform. London 1923. Deutsche Übers. v. Ernst Kocherthaler, Mchn. u. Lpzg. 1924.

— Das Ende des Laissez-Faire. Mchn. u. Lpzg. 1926.

— A Treatise on Money. London 1930. Dt. Übersetzung: Vom Gelde, von Carl Krämer unter Mitw. v. Louise Krämer, Mchn. u. Lpzg. 1932.

— A Rejoinder to Mr. D. H. Robertson. Economic Journal, 41, 1931, S. 370 ff.

— The pure theory of money. A reply to Dr. Hayek. Economica. London 34, S. 387/97, Nov. 1931.

— Essays in Persuasion. London 1931.

— Die wirtschaftlichen Aussichten für 1932, Wirtschaftsdienst, 17/2.

— Die Währungspolitik der britischen Arbeiterpartei. Die Arbeit. 9/10. S. 597, Okt. 32.

— The Means to Prosperity. London 1933.

— Wie stehen die Aussichten für Roosevelt? Neue Freie Presse Wien, 1934, Nr. 24895.

— zahlreiche kleinere Aufsätze in Wirtschafts- und Tageszeitungen.

Kornfeld, Ivo. Diskontopolitik und Preise. Conrads Jahrbücher 1927, Heft 2.

Lansburgh, Alfred. Vom Gelde. (Zu Keynes' Vom Gelde) Bank, 25/18, S. 602—9. 4. 5. 32.

Machlup, Fritz. Die Geldtheorie von J. M. Keynes. Der österr. Volkswirt, 24, 40, S. 967 ff.

— Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung. (Beiträge zur Konjunkturforschung, 2.) Wien 1931.

Mahr, Alexander. Die Stabilisierung der Kaufkraft des Dollar. Weltw. Arch. 1929, I.

— Neutrales und wertstabiles Geld. Weltw. Arch. 1933, I.

Marshall, Alfred. Money, Credit, Commerce. London 1924.

— Official Papers. London 1926.

Mises, Ludwig. Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 2. Aufl. 1924.

Neisser, Hans. Der Tauschwert des Geldes, Jena 1928.

— Kredit und Konjunktur nach J. M. Keynes. Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 34, 2, 1931, S. 1 ff.

Neubauer, Jul. J. M. Keynes' A Treatise on Money. Schmollers Jahrb. 56, 1, S. 122 ff.

Palyi, Melchior. Stabilisierung durch Notendruck. Bank-Archiv. 31, 19, 1932, S. 368 ff.

Reisch, R. Rückwirkungen der Börsenspekulation auf den Kreditmarkt. Zeitschrift für Nationalökonomie, Wien I, S. 205 ff.

— Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite. Bank-Archiv Berlin. 28. Jahrg. S. 154 ff.

Robertson, D. H. Das Geld. Deutsch von M. Palyi, Berlin 1924.

— Mr. Keynes' Theory of Money. Economic Journal, 41, 1931, S. 395 ff.

Rosch, Karl. Kreditinflation und Wirtschaftskrisen. Jena 1927.

Röpke, W. Geldtheorie und Weltkrise. Der dt. Volkswirt, 5, 1 S. 1742 ff.

— Krise und Konjunktur. Leipzig 1932.

— Ewige Prosperität? Der dt. Volkswirt, 5, 1931.

— Reflation oder Reexpansion. Bank-Archiv, 32, 18, S. 358/63.

Roger, Charles. Les nouvelles idées de Mr. J. M. Keynes dans son „Traité sur la monnaie". Bullet. de l'institut des sciences econ., Löwen, 3, 1, S. 39/50. Nov. 31.

Rowse, A. L. Socialism and Mr. Keynes. Nineteenth Century, London, Sept. 1932, S. 327—42.

Salter, Arthur. Why Mr. Keynes ist right. Spectator, London, 24. 3. 33.

Singer, Kurt. Kreditkreation und Konjunktur. Schrift. des Ver. f. Sozialpol. Bd. 173, II, 1928.

— Keynes' Geldbuch. Wirtschaftsdienst 17, 1, 8. 1. 32.

— Geldschöpfung nach Keynes, ebenda 17, 9, 4. 3. 32.

Schacht, Hjalmar. Grundsätze der Wirtschaftspolitik. Oldenburg 1932.

Schmölders, Günter. Die Konjunkturpolitik des Bundesreserveamtes bis zur Weltkrisis. Weltw. Archiv. 39. Bd. 1. Heft 1934.

Schmitt, Alf. Kreditpolitik und Konjunkturpolitik. Jena 1932.

Spiethoff, Arthur. Krisen. Artikel im Hwb. d. St. 4 .Aufl. 1925.

Stamp, Sir Josiah. Mr. Keynes' Treatise on Money. Economic Journal, Bd. 41, London 1931. S. 241 ff.

Tismer, Alfred. Darstellung und Kritik des Keynes'schen Währungsprogrammes. (Tract on monetary reform) Arch. f. Sozialw. u. Sozialpol. 1926, Bd. 55. S. 630 ff.

— Die Stabilisierung des Geldwertes als Ziel der Währungspolitik. Berliner Diss. 1930.

Valette, Marc de. Stabilisation de la Valeur de la Monnaie. Paris 1924.

Vogel, E. H. Das Weltwährungsprojekt J. M. Keynes'. Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Bern, 38, 19, 1932.

— Die Organisation eines internationalen Goldwährungssystems nach Keynes. Wege zur Arbeit, 1, 8, 23. 11. 32.

— Nationale Goldkernwährungen und öffentliches Kreditmonopol. Berlin 1933.

Williams, John, H. The monetary Doctrines of J. M. Keynes. The Quarterly Journal of Economics, Cambridge, USA. 45, 1931, S. 547 ff. Aug. 1931.

Wicksell, Knut. Vorlesungen über Nationalökonomie. Theoretischer Teil, Bd. II. Jena 1922.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41543114_0115

Einleitung.

Eigenart der Problemstellung und Verhältnis zu anderen Geldlehren.

Wirtschaftspolitische Zielsetzung in dem 1930 erschienenen „Treatise on Money", der bis jetzt Keynes Geldlehre im wesentlichen enthält, ist [1]): die Stabilisierung des Geldwertes. Ihr entspricht die Problemstellung des Werkes, die sich in der Hauptsache zweierlei zur Aufgabe macht, einmal die Analyse des Geldwertes und seiner Stabilitätsbedingungen, zum anderen die Erforschung der Mittel, die zur Durchsetzung der letzteren dienen sollen.

Die Eigenart der Problemstellung wird zunächst durch den Ausgangspunkt gekennzeichnet, den Keynes für die Analyse der Geld-Preis-Relation wählt. Er bricht „mit der traditionellen Methode, von der Gesamtmenge des Geldes ohne Rücksicht auf seinen Verwendungszweck auszugehen" und setzt an deren Stelle das „Nominaleinkommen des Gemeinwesens" [2]).

Mit der Zweiteilung des Nominaleinkommens in den für Konsumgüter verausgabten und den gesparten Teil ergibt sich als weiteres charakteristisches Merkmal die Gegenüberstellung von Ersparnis und Investition. Da das Gleichgewicht zwischen Sparen und Investieren als für die Stabilität des Geldwertes von entscheidender Bedeutung anerkannt wird, so ist das Schwergewicht der gesamten Untersuchung auf das Verhältnis dieser beiden Größen, vor allem während des Konjunkturverlaufes, wo die größten Gleichgewichtsstörungen auftreten, gelegt. Da schließlich für das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition die Übereinstimmung des Marktzinses mit dem nach Wicksell sogenannten „natürlichen" oder Gleichgewichtszins als Bedingung erkannt wird, so ist damit für den Zins die Zentralstellung innerhalb der Keynes'schen Geldlehre gegeben.

---

1) Ähnlich wie in dem 1923 herausgegebenen „Tract on monetary Reform".

2) Keynes. Vom Gelde . . . S. 109.

Die Eigenart der Problemstellung läßt bereits die Fäden erkennen, welche die Keynes'sche Geldlehre mit anderen verbinden.

So ist die Methode, bei der Untersuchung der monetären Probleme vom Einkommen des Gemeinwesens statt von der Gesamtmenge des Geldes auszugehen, in der deutschen Literatur der letzten Zeit mehrfach, wenn auch nicht analytisch, angewandt worden [3]).

Wie Knapp als Wegbahner der sogenannten Einkommenstheorien [4]) anzusehen ist, so beruft sich auch Keynes auf Knapps Lehre. Da Keynes aber an der Quantitätstheorie festhält, so verbinden ihn nähere Beziehungen als mit den Vertretern der Einkommenstheorie im Sinne Mildschuh's mit den Theoretikern, die zwischen der alten und der neuen Methode vermitteln. Unter letzteren sind hauptsächlich Schumpeter und Wagemann zu nennen.

Die wichtige Unterscheidung zwischen Sparen und Investieren ist zuerst von Mises [5]) bereits 1912, später von Schumpeter in ausgeprägterer Form durchgeführt worden. Seitdem ist sie beinahe ein fester Bestandteil des neueren deutschen Schrifttums über das Geld geworden [6]). Außerhalb des deutschen Sprachbereichs ist sie vor allem von Robertson [7]) in grundlegender Weise angewandt worden. Hauptsächlich letzterem verdankt auch Keynes „die wegweisenden Anregungen" [6]).

Was die zentrale Bedeutung des Zinses hinsichtlich seiner Rolle für das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition anlangt, so sind als frühere Vertreter verwandter Anschauungen vor allem Ludwig Mises [8]), Hans Neisser [9]) und Friedrich A. Hayek [10]) zu nennen. Das Verhältnis der Keynes'schen Geldlehre zu diesen „Neowicksellianern" [11]), besonders zu Hayek wie auch zu anderen Geldlehren, wird bei der kritischen Würdigung der einzelnen Teile des Keynes'schen Lehrgebäudes noch Gegenstand näherer Betrachtungen sein.

---

[3]) s. Mildschuh, Geschichtliche Entwicklung der Geldtheorie. Handwörterb. d. Staatsw. 4. Aufl. S. 718 ff.

[4]) Wie sie Mildschuh a. a. O. nennt.

[5]) Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. 1. Aufl. 1912 S. 227 ff. 411 ff.

[6]) s. a. Keynes, Vom Gelde . . . S. 140 Fußn. 1.

[7]) D. H. Robertson, Banking Policy and the Price Level. 1926.

[8]) L. Mises, Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik. 1928.

[9]) H. Neisser, Der Tauschwert des Geldes. 1928.

[10]) F. A. Hayek, Geldtheorie und Konjunkturtheorie. 1929.

I. Keynes' Geldbegriff.

Keynes' Geldlehre ist zugleich Kredit- und Konjunkturlehre. Diese Verknüpfung wird sogleich verständlich, wenn man seinen Geldbegriff betrachtet. Danach hat man es praktisch allein mit dem unkörperlichen Gelde, dem Bankgelde, das uns als Giral- oder Buchgeld geläufig [12]) ist, zu tun. Das körperliche Geld, das sich gegenwärtig auf der Stufe des „Repräsentativgeldes" befindet, ist allmählich mehr und mehr an Bedeutung zurückgetreten. Es ist in der Gegenwart nur noch in bestimmten Fällen von Belang. Mit Keynes' Worten ausgedrückt, ist „die Verwendung des Bankgeldes heute so vorherrschend, daß sehr viel weniger Verwirrung entstehen wird, wenn man sie als typisch, die Verwendung der anderen Geldarten hingegen als untergeordnet darstellt, anstatt das Staatsgeld für typisch zu erklären und das Bankgeld nachher als die Verhältnisse komplizierend einzubeziehen" [13]).

Das Bankgeld entsteht in der Hauptsache im Wege des Aktivkreditgeschäftes der Banken, da jeder Bargeldzufluß bei einer Bank, ganz gleich ob er aus der Neuschaffung von Bargeld durch die Zentralbank, aus Goldzufluß, Änderung der Zahlungssitten oder willkürlicher Herabsetzung der Reservenorm bei einzelnen Banken stammt, im ganzen Banksystem zu einer Vermehrung der Kredit- und Scheckdepositen, entsprechend der für die betreffende Volkswirtschaft typischen Proportion, führen kann. So kann bei einem Reserveverhältnis von z. B. 20% der fünffache Betrag jeder Bargeldvermehrung ausgeliehen werden. Dies ist nicht nur von theoretischer Bedeutung, denn die Banken werden durch ihr Gewinnstreben im gegenseitigen Wettbewerb veranlaßt, bis an die Grenzen der Reserveerfordernisse auszuleihen. Da sie hierbei von allen den Kredit betreffenden Vorgängen aufs engste berührt werden, und die Konjunkturzyklen in dieser Hinsicht von allererster Bedeutung sind, wird die Verbindung der Keynes'schen Geldlehre mit einer Kredit- und Konjunkturlehre ohne weiteres erklärlich.

Der Keynes'sche Geldbegriff bietet für die Analyse der Geldprobleme sicher gewisse Vorteile. Ob diese aber nicht durch die Nachteile aufgewogen werden, die mit der Aufgabe der bisher üblichen Unterscheidung zwischen Geld und Kredit [14]) verbunden sind, ist strittig [15]).

---

11) Keynes, Vom Gelde . . . S. 162.
12) Hesse, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, S. 246 u. a.
13) Keynes, Vom Gelde, S. 26.
14) Hesse, Allgemeine . . ., S. 236, 290 ff.
15) s. a. Roger, a. a. O. S. 40.

II. Keynes' Geldwert- und Stabilisierungslehre.

Die Geldlehre des Cambridger Nationalökonomen besteht in der Hauptsache einmal in einer Geldwerttheorie, die uns zu den Bedingungen der Stabilität des Geldes führt, zum anderen in einer Bankpolitik, welche auf die Erfüllung jener Stabilitätsbedingungen gerichtet ist. Diesen beiden Hauptthemen entspricht auch die Gliederung der hier angestellten Betrachtungen. Wenden wir uns zunächst zum ersten.

1. Die Indexzahlen.

Keynes beginnt seine Untersuchung des Wertproblems mit einer Analyse der verschiedenen Arten des Preisniveaus und unterscheidet dabei, je nachdem die entsprechenden Warenbündel zusammengesetzt und die verschiedenen Waren und Dienste darin ihrer relativen Bedeutung nach gewogen sind, folgende Arten: 1. die Kaufkraft des Geldes oder den Konsumstandard. Dieser drückt die Fähigkeit des Geldes aus „diejenigen Güter und Dienste zu kaufen, für deren Beschaffung zu Konsumzwecken eine bestimmte Gemeinschaft von Personen ihr Geldeinkommen verausgabt" [16]). Nur für die Arbeiterklasse genommen, wird dieser durch den Index der sogenannten Lebenshaltungskosten dargestelt. Im Konsumstandard sieht Keynes „par excellence" die „Kaufkraft des Geldes" verkörpert, alle anderen folgenden haben ihm nur sekundäre Bedeutung. Der wichtigste unter diesen ist die Arbeitskraft des Geldes oder der Ertragsstandard, der die Kraft des Geldes ausdrückt, „über Einheiten der menschlichen Kraft zu verfügen", und, indem er z. B. „die durchschnittlichen Stundenverdienste der gesamten Erwerbstätigen aller Grade" [17]) zum Ausdruck bringt, einen Index des Nominaleinkommens darstellt. Die „Kaufkraft des Geldes, geteilt durch seine Arbeitskraft" [18]) ergibt einen Index des Realeinkommens (standard of life) [19]). Dann folgen die verschiedenen partiellen Preisniveaus, welche die Kaufkraft des Geldes in bezug auf einzelne Gruppen von Gütern und Leistungen zum Ausdruck bringen. Unter diesen sind von besonderem Interesse der Großhandelsstandard und der internationale Standard, der die Kaufkraft des Geldes eines bestimmten

---

16) Keynes, Vom Gelde, S. 43.
17) Keynes, Vom Gelde, S. 51.
18) Keynes, A Treatise . . . I, 63. Die deutsche Übersetzung lautet irrtümlich: „Das Produkt des Ertragsstandards und der Kaufkraft des Geldes" S. 50. S. a. Bilimovic, a. a. O. S. 268.
19) So liefert z. B. für die Arbeiterklasse das Verhältnis zwischen dem sogenannten Index der Lebenshaltungskosten und dem Lohnindex einen Index des Reallohnes. s. a. Keynes, Vom Gelde . . . S. 51.

Landes für die Stapelwaren des internationalen Handels angibt. Schließlich sind noch die Umlaufsstandards zu unterscheiden, welche „die relative Bedeutung verschiedener Artikel als Gegenstand monetärer Transaktionen, nicht ihre relative Bedeutung als Verbrauchsgegenstände“ [20]) berücksichtigen. Hier gibt es den Standard der Kassenumsätze, bei dem die verschiedenen Ausgabeobjekte im Verhältnis zu der Höhe der Kassenumsätze, die sie veranlassen, gewogen sind, und den Standard der Kassenguthaben, bei dem die Ausgabeobjekte nach dem Bedarf an Bankguthaben oder Bargeld, den sie hervorrufen, Gewichtung finden. Beide Typen sind scharf zu unterscheiden, „weil einige Transaktionen die vorsorgliche Haltung größerer Geldguthaben erfordern als andere, die den gleichen Geldwert repräsentieren, und zwar hängt das von ihrer Regelmäßigkeit und von der Sicherheit ab, mit der ihr Zeitpunkt und ihre Höhe vorauszusehen sind. Es folgt daraus, daß ein Steigen oder Fallen des Preises bestimmter Waren die Höhe der Kassenguthaben eines Gemeinwesens stärker beeinflußt als eine gleichartige Bewegung der Preise anderer Waren, welche gleich hohe Kassenumsätze erfordern“ [21]). Praktisch besteht der wichtigste Unterschied zwischen den Umlaufsstandards, wie Keynes sie nennt, und dem Konsumstandard darin, daß bei ersteren die Güter viel höher, Dienste dagegen viel niedriger als bei dem letzten bewertet werden. Außerdem sind bei den ersten die Gegenstände finanzieller Transaktionen einbezogen, bei dem zweiten aber ausgeschlossen. Das Resultat ist, daß, wenn sich die Preise für Kapitalgüter im Verhältnis zu den Preisen der Konsumgüter oder die Warenpreise im Verhältnis zu den Preisen für Dienstleistungen verändern, demzufolge bei den Umlaufsstandards Schwankungen eintreten können, die wesentlich verschieden sind, von denen der „Kaufkraft des Geldes“. Dies wird, wie Keynes hinzufügt, „für die Theorie von den kurzfristigen Schwankungen der Wirtschafts- und Konjunkturlage“ von besonderer Bedeutung [22]).

Mit der klaren Unterscheidung zwischen den angegebenen Standards hat Keynes einen wertvollen Dienst geleistet [23]). Sie wird für ihn selbst, wenn er zur Aufstellung seiner Quantitätsgleichungen des Geldes schreitet, von grundlegender Bedeutung. Beruhen die Fisher'sche und die „Cambridger“ Gleichung auf den Umlaufsstandards und zwar erstere auf dem Standard der Kassenumsätze und letztere auf dem der Kassenguthaben, so baut er die seinigen auf dem Konsumstandard

---

20) Keynes, Vom Gelde, S. 62.
21) Keynes, Vom Gelde . . . S. 63.
22) Keynes, Vom Gelde . . . S. 64.
23) s. a. Bilimovic, a. a. O. S. 269.

auf. Scharf wird auch der Unterschied zwischen seinem Konsumstandard und dem Großhandelsstandard, den man als Preisniveau der Betriebskapitalgüter bezeichnen kann, herausgearbeitet. Letzteren als symptomatisch für die anderen Preisniveaus anzusehen, heißt ihm das Problem der Konjunkturschwankungen, auf das er sein besonderes Augenmerk richtet, fortdeuten. Der Konsumstandard zeigt sowohl auf kurze wie auf lange Sicht erhebliche Abweichungen vom Großhandelsstandard, und er betont, daß in den kurzwelligen Divergenzen gerade das Wesen des Konjunkturzyklus zum Ausdruck kommt [24]). Ein anhand der tatsächlich konsumierten Mengen vorsichtig gewogener Index der Lebenshaltung erscheint Keynes auch für sein währungspolitisches Ziel, die Beseitigung von Preisschwankungen, besonders solcher konjunktureller Art, als der richtigste Maßstab. Schon hier sei aber vermerkt, daß Keynes im Schlußkapitel des Treatise zugibt, daß man mit einem so schwierigen Maßstab, wie ihn der Lebenshaltungsindex darstellt, nicht operieren könnte. Er verweist dort die Zentralbankleitung im Gegensatz zu den Ergebnissen seiner theoretischen Analyse auf einen Rohstoff-Großhandelsindex [25]).

Der weitere Inhalt seiner Darlegungen über die Indexzahlen (betr. Streuung der Preisspiegel und Methoden des Kaufkraftvergleiches) kann hier übergangen werden, da diese, wie Keynes selbst sagt, in anbetracht ihrer Ausführlichkeit eine Abschweifung vom Hauptthema bilden.

2. Definitionen.

Ehe nun zu Keynes' Grundgleichungen, dem Hauptinstrument seiner Analyse, übergegangen werden kann, muß eine Darstellung seiner Terminologie erfolgen. Keynes verwendet die geläufigen Begriffe, wie Einkommen, Gewinn, Investition und Ersparnis in einem ganz speziellen Sinn, der von dem üblichen Sprachgebrauch erheblich abweicht. Dem kommt umso mehr Bedeutung zu, als die von ihm angewandten Formulierungen für die gesamte Beweisführung von grundlegender Bedeutung werden.

Zunächst der Einkommensbegriff: Keynes verwendet hier die Ausdrücke: das Nominaleinkommen des Gemeinwesens, die Erträge der Produktionsfaktoren und die Produktionskosten als ein und dasselbe bedeutend. Der Grund hierfür ist, wie zu zeigen ist, seine eigentümliche Definition der Gewinne.

Das Nominaleinkommen der Gesamtheit wird an diese für die Erzeugung aller der Güter und Leistungen bezahlt, die die Erzeugung des Gemeinwesens bilden. Die Löhne, Gehälter, Zinsen und Renten, welche die Produktionsfaktoren ent-

---

[24]) In ähnlichem Sinne äußert sich auch: Hesse, Allgemeine . . . S. 456.
[25]) s. a. Singer, Keynes' Geldbuch a. a. O. S. 13 u. Palyi a. a. O.

schädigen, werden von den Unternehmern aus den Verkaufserlösen der Produkte gezahlt.

Im gewöhnlichen Sprachgebrauch wird die Gewinnspanne, die den Unternehmern nach Bezahlung der Produktionsfaktoren verbleibt, als sein Einkommen betrachtet. Wenn die so berechneten Einkommen der Unternehmer den aus Löhnen, Gehältern, Zinsen und Renten stammenden Einkommen hinzugefügt werden, ist die erlangte Gesamtsumme gleich dem Verkaufswert der gesamten Erzeugung des Gemeinwesens.

Keynes unterscheidet jedoch die tatsächlichen, so berechneten Unternehmereinkommen von der „normalen Entschädigung der Unternehmer". Die „normale" Entschädigung definiert Keynes als die Entschädigung „die, falls die Unternehmer in der Lage wären, mit allen Produktionsfaktoren auf Grund der geltenden Sätze neue Abschlüsse zu tätigen, sie weder veranlassen würde, ihre Geschäftstätigkeit auszudehnen, noch sie einzuschränken" [26]). Deshalb besteht, wenn die tatsächlichen Einkommen der Unternehmer gleich ihrer „normalen Entschädigung" sind, soweit das Preisniveau in Betracht kommt, eine Gleichgewichtslage, bei der die Unternehmer keinen Grund haben, ihre produktive Tätigkeit zu steigern oder zu vermindern. Aber eine Veränderung des Preisniveaus wird, wenn sie nicht durch entsprechende Veränderungen der Löhne etc. wettgemacht ist, diese Lage stören. Wenn die Einkommen im üblichen Sinne die „normale Entschädigung" überschreiten, werden die Unternehmer suchen, ihre Geschäftstätigkeit zu erweitern und im entgegengesetzten Fall zu drosseln. Der Überschuß der tatsächlichen Einkommen über die normale Entschädigung heißt bei Keynes, wenn er auftritt, positiver Gewinn. Ein Unterschreiten ist negativer Gewinn (Verlust).

Keynes sieht nur die normale Entschädigung der Unternehmer als ihr Einkommen an. Einen davon abweichenden positiven oder negativen Gewinn behandelt er als Kapitalposten, der ihr angesammeltes Vermögen vermehrt oder vermindert. Wenn mithin das gesamte Nominaleinkommen dasselbe ist wie die Erträge der Produktionsfaktoren (einschließlich der normalen Entschädigung der Unternehmer) und wie die Produktionskosten, so unterscheiden sich die gesamten Produktionskosten der Erzeugung vom gesamten Verkaufswert der Erzeugung um den Nettobetrag der positiven oder negativen Gewinne. Ein Steigen oder Fallen des Preisniveaus verursacht also, solange keine Veränderung in Löhnen etc. eintritt, eine Differenz zwischen dem Verkaufswert und den Kosten der Erzeugung [27]). —

---

[26]) Keynes, Vom Gelde, S. 102.
[27]) Hawtrey, The Art . . . S. 332 ff.

Wir gehen nun zu dem sehr wichtigen Investitionsbegriff über. Unter Investition versteht Keynes den Reinzuwachs des „materiellen Vermögens oder Realkapitals" der Gesamtheit. Sie ist der Überschuß der Erzeugung über die Konsumtion, d. h. über das Volumen der Konsumgüter und Dienste, die von den Konsumenten gekauft werden. Investition plus Konsumtion sind also zusammen gleich der Gesamterzeugung. Die Investition schließt einerseits einen Zuwachs des fixen Kapitals, andererseits eine Zunahme des Betriebskapitals sowie des sogen. liquiden Kapitals (in Vorrat gehaltene Güter) ein. Wenn ein Teil der Erzeugung unverkauft bleibt, ist dies ein Teil der Investition. Wichtig ist für die Keynes'sche Analyse die Unterscheidung zwischen Kosten und Wert der Investition. Während erstere die Kosten des Reinzuwachses an Realkapital bezeichnen, stellt der Wert der Investition die Summe der für die betreffenden Güter erlangten Preise dar. Der „Wert der Investition" schließt eine Wertsteigerung vorhandener Kapitalanlagen durch eine Preissteigerung nicht ein. Er besteht nicht in der Zunahme des Wertes des gesamten Kapitals, sondern in dem Wert der Zunahme des Kapitals während eines bestimmten Zeitraumes [28]).

Unter Ersparnis versteht Keynes den Überschuß der Einkommen [29]) über die Konsumtion. Wenn jemand seinen Gewinn dazu benutzt, sein Realkapital zu vermehren, so ist dies nicht ein Teil des so definierten Sparens. Keynes betrachtet den Gewinn als Kapital, wenn er zuwächst. Gleicherweise wird, wenn jemand einen Verlust (negativen Gewinn) erleidet und ihn aus seinem Kapital bezahlt, dies nicht als eine Verminderung seiner Ersparnisse behandelt [30]).

Gegen die vorstehenden Definitionen sind zahlreiche Einwände erhoben worden, besonders gegen Keynes' Definition der Gewinne als des Unterschiedes zwischen „Normal"- und

---

[28]) Wie schon von Hayek, Robertson und anderen festgestellt worden ist, hält sich Keynes nicht immer streng an seine Definition der Investition und ihres Wertes. Vier Seiten nach der hier wiedergegebenen Definition wird die Investition überhaupt nicht als der Reinzuwachs sondern als der „Gesamtbetrag von Realkapital und Anleihekapital" und der Wert der Investition als „der Wert des Gesamtbetrages von Realkapital und Anleihekapital" erklärt, während „die Zunahme der Investition" den Reinzuwachs der verschieden Posten, die das Realkapital und das Anleihekapital ausmachen" darstellt. Der Wert dieser Zunahme der Investition ist jetzt weiterhin „die Summe des Wertes der Zugänge bei den verschiedenen Posten". Noch eine andere Version scheint später vorzuliegen, wo Keynes mit Investition anscheinend die Zunahme des Wertes des gesamten vorhandenen Kapitals meint. Vergl. Keynes, Vom Gelde, S. 103, 106, 141 und Hayek, Reflections a. a. O. I. Teil, Abschnitt V. S. 280/1.

[29]) In seinem Sinne. Die betreffenden Ausdrücke werden in Zukunft stets als den Keynes'schen Definitionen entsprechend verwandt.

[30]) Hawtrey, The Art . . . S. 332 ff.

Nettoverdiensten der Unternehmer. So wendet sich Hayek vor allem gegen die Erklärung der Gewinne als eines „rein monetären Phänomens“ [31]). Auch Robertson betont, daß diese Terminologie höchst verwirrend ist und fragt dann: „Wie viele von denen, die den Ruf aufgenommen haben, daß eine Baisse auf einem Überschuß der Ersparnis über die Investition und eine Hausse auf einem Überschuß der Investition über die Ersparnis beruhe, vergegenwärtigen sich, daß die Ersparnisse, die während einer Baisse so betrüblich reichlich sind, weitgehend aus Unternehmereinkommen bestehen, die aus dem einfachen Grunde nicht ausgegeben werden, weil sie nicht verdient worden sind? Wie viele von ihnen vergegenwärtigen sich, daß beim Abstreichen des Gleichgewichts während der Hausse wir zur Investition alle Käufe von Kapitalgütern aus den Haussegewinnen rechnen müssen, aber davon abstehen müssen, das so ausgegebene Geld zu den Ersparnissen zu rechnen?“ Und er fügt hinzu: „Ich glaube, es muß der allmählichen Erfahrung von Auslegern und Lehrern überlassen bleiben, zu bestimmen, ob die neue Terminologie genügend Vorteile hat, um die offensichtlichen Gefahren aufzuwiegen“ [32]). Keynes hat seinen Sprachgebrauch, der das Verständnis seiner Analyse außerordentlich erschwert, damit zu rechtfertigen gesucht, daß bei Einrechnung der Gewinne in die Einkommen eine Abweichung zwischen der Ersparnis und dem Wert der neuen Investition verwischt wird. Bei Behandlung der Grundgleichungen wird dies klar hervortreten. „Wir müssen“, antwortet er Robertson, „zwischen Einkommen und Kapitalgewinnen irgendwo eine scharfe Linie ziehen, und ich habe sie an der Stelle zu ziehen versucht, die mir nach reiflicher Überlegung die bedeutsamste zu sein scheint“ [33]).

3. Die Grundgleichungen.

Keynes benutzt für seine Grundgleichungen folgende Symbole:

O = Gesamtvolumen der ganzen Produktion, ausgedrückt in solchen Mengeneinheiten, daß eine Einheit jedes Gutes die gleichen Produktionskosten darstellt.

R = Volumen der Konsumgüter und Dienste, die auf den Markt kommen und von den Konsumenten gekauft werden, in ebensolchen Mengeneinheiten wie O.

C = Volumen der Investition, in den gleichen Mengeneinheiten wie O und C.

---

31) Hayek, Reflections . . . a. a. O. I. Teil, Abschn. III, S. 273; u. a. Josephy, Keynes' Geldlehre a. a. O. S. 57, Bilimovic, a. a. O. S. 270.

32) Robertson, Mr. Keynes Theory . . . a. a. O. S. 407.

33) Keynes, A Rejoinder, Ec. Jl. S. 423.

Demnach ist $O = R + C$.

P = Preisniveau (Durchschnittspreis pro Einheit) der Konsumgüter.

P' = Preisniveau der neuen Investitionsgüter.

π = Preisniveau der Gesamterzeugung.

W_1 = Kosten pro Einheit der Güter beider Arten oder der „Leistungsertrag der Produktionsfaktoren".

Dann ergibt sich:

W_1R = Kosten der Konsumgüter.

PR = Verkaufswert der Konsumgüter.

W_1C = Kosten der Investition.

$P'C$ = Wert der Investition.

Daraus werden die folgenden Gleichungen aufgebaut:

$Q_1 = PR - W_1R$ = Gewinne bei den Konsumgütern.

$Q_2 = P'C - W_1C$ = Gewinne bei den Investitionsgütern.

$Q = PR + P'C - W_1(R + C)$ = Gesamtgewinne.

E = Nominaleinkommen oder Erträge der Produktionsfaktoren $= W_1(R + C)$.

$E + Q = PR + P'C$ = Wert der Erzeugung (Einkommen plus Gewinne).

S = Ersparnisse $= E - PR = W_1R + W_1C - PR$.

I = Wert der Investition $= P'C$.

I' = Kosten der Investition $= W_1C$.

$I - S = Q$.

$I' - S = Q_1$.

Von hier gelangen wir zu den zwei Grundgleichungen:

$$I' - S = PR - W_1R$$

$$PR = W_1R + I' - S$$

$$P = W_1 + \frac{I' - S}{R}$$

I. $$= \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}$$ (das Preisniveau der Konsumgüter)

$$\pi = \frac{PR + P'C}{O}$$

$$= \frac{E + Q}{O}$$

II. $$= \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$$ (das Preisniveau der Gesamterzeugung).

4. Keynes' Gleichgewichtslehre.

Die Grundgleichungen bilden für Keynes, wie schon erwähnt, das Hauptinstrument für seine Untersuchung der Geldprobleme. Wie aus ihnen zu ersehen ist, wendet er sich dabei von den alten Versionen der Quantitätstheorie mit Einschluß

seiner eigenen früheren [34]) ab und versucht durch eine Aufteilung von Geld und Gütern in bestimmte Kategorien den kausalen Zusammenhängen näher zu kommen. Wenden wir uns nun zur Interpretation der Grundgleichungen.

Zuerst sei die zweite Grundgleichung, die das Preisniveau der gesamten Erzeugung angibt, betrachtet. ($\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$) Sieht man zunächst von dem zweiten Glied der rechten Seite ab, so erscheint das Preisniveau durch das Verhältnis der Nominaleinkommen zu der Gesamtproduktion gegeben. Bei dieser einfachen Beziehung bleibt es, wenn das zweite Glied gleich null ist. Das ist aber, wie ohne weiteres ersichtlich ist, dann der Fall, wenn $I = S$ ist, d. h. wenn der Wert der laufenden Investition gleich der Summe der Ersparnisse ist. (Um diese Bedingung zu erfüllen, müssen, wie hier gleich erwähnt sein soll, nicht nur Inlandsersparnis und Inlandsinvestition, sondern auch die entsprechenden Größen, die sich aus dem Wirtschaftsverkehr mit dem Auslande ergeben, gleich sein. Letztere sind die Salden der auswärtigen Handels- und Kreditbilanz. Einem aktiven Saldo der Handelbilanz muß somit ein aktiver Kreditsaldo entsprechen und umgekehrt.) Ist dies der Fall, dann werden alle an die Einkommensbezieher ausgegebenen Geldbeträge an die Unternehmer teils als Bezahlung für Waren teils als Bezahlung für Kapitalgüter zurückgeleitet und von den Unternehmern nun aufs neue den Einkommensbeziehern zugeführt. Wenn also durch den Sparprozeß keine Geldbeträge dem Umlauf vorenthalten werden, sondern alle Spargelder durch Bezahlung der laufenden Investition sofort in die Geldzirkulation zurückkehren und wenn andererseits auch keine neuen Geldbeträge in den Umlauf eingeführt, sondern nur diejenigen, die ihr durch die Spartätigkeit entzogen werden, so ist das Preisniveau der Gesamterzeugung im Gleichgewicht. Es ist dann gleich $\frac{E}{O}$ d. h. gleich dem durchschnittlichen Ertrag je Einheit der Erzeugung oder gleich dem Leistungsertrag. Für die Stabilität dieses Preisniveaus ergeben sich mithin als Bedingungen: 1. die Konstanz der Leistungserträge [35]) und 2. die Gleichheit von Sparvolumen und W e r t der Investition. Beide Bedingungen sind aber insofern eng miteinander verbunden, daß wenn die zweite nicht erfüllt ist, dadurch auch die erste hinfällig werden wird. Wenn nämlich der Wert der laufenden Investition von der Größe der Ersparnis abweicht, so werden positive oder negative Gewinne entstehen und die Unternehmer demzufolge veranlaßt werden, auf die Leistungserträge der Produktionsfaktoren nach oben

34) Keynes, Tract . . . S. 79 (der dt. Übersetzung).

35) Eine dem säkularen Trend des Produktionsvolumens entsprechende Geldvermehrung wird dabei unterstellt.

oder unten einen Druck auszuüben. Wenn z. B. in der Depression die laufenden Ersparnisse größer als die Neuinvestitionen sind, d. h. nicht alle gesparten Einkommensbeträge erneut an die Einkommensbezieher ausgegeben werden, dann bildet sich ein Verlustsaldo, denn die Einkommen reichen nicht mehr dazu aus, die Gesamterzeugung zu ihren Gestehungskosten zu kaufen. Die Folge wird sein, daß die Unternehmer den Produktionsfaktoren niedrigere Ertragssätze anbieten werden. Umgekehrt wird sich bei aufsteigender Konjunktur ein Gewinnsaldo bilden, wenn der Wert der laufenden Investition das Maß der Ersparnisse übersteigt und der Einkommensstrom um einen höheren Betrag gesteigert wird als der Teil der alten Einkommen ausmacht, der auf dem Wege der Sparanlage dem Warenmarkt vorenthalten worden ist. Jetzt wird sich die entgegengesetzte Wirkung auf die Leistungserträge ergeben. Die Unternehmer werden durch ihre Gewinne veranlaßt werden, ihre Produktion auszudehnen und ihr Wettbewerb um die Dienste der Produktionsfaktoren wird deren Leistungserträge in die Höhe treiben. Die Gleichheit von Investitionswert und Ersparnis ist also für die Stabilität des Preisniveaus der Gesamterzeugung von grundlegender Bedeutung. Denn durch sie werden positive oder negative Gewinne innerhalb der Gesamterzeugung vermieden und den hiervon ausgehenden Einwirkungen auf die nominalen Leistungserträge der Boden entzogen. Damit ist es aber nicht genug, und dies führt uns zur 1. Grundgleichung: $P = \frac{E + I' - S}{O \quad R}$.

Für die Erhaltung des Gleichgewichts und der Konstanz der Leistungserträge ist weiterhin erforderlich, daß auch die K o s t e n der Investition gleich den Ersparnissen sind ($I' = S$). Ist dies nicht der Fall, so wird, wie aus der Gleichung ersichtlich ist, P, das Preisniveau der Konsumgüter [36]), über oder unter dem durchschnittlichen Leistungsertrag der Produktionsfaktoren liegen. Die Produzenten von Konsumgütern werden also Gewinne haben oder Verluste erleiden und dadurch wird der oben dargelegte Kausalzusammenhang ausgelöst sein. Um den monetären Gleichgewichtszustand herzustellen, „müssen deshalb Wert und Kosten der laufenden Investition gleich der Höhe der laufenden Ersparnis und die Gewinne gleich null sein; unter diesen Umständen wird sowohl die Kaufkraft des Geldes wie das Preisniveau der Gesamterzeugung den nominalen Leistungserträgen der Produktionsfaktoren entsprechen (das heißt: $P = W_1$)“ [37]). Es versteht sich, daß die Bedingung der Nullgewinne so aufzufassen ist, daß die Gewinne per saldo gleich null sein müssen. „Denn die Stabilität des Preisniveaus

---

[36]) Oder „der reziproke Wert der Kaufkraft des Geldes“.
[37]) Keynes, Vom Gelde, S. 125.

als Ganzes ist durchaus damit vereinbar, daß einzelne Unternehmer oder einzelne Unternehmergruppen mit positiven oder negativen Gewinnen abschließen, ebenso wie sie damit vereinbar ist, daß die Preise einzelner Waren steigen oder fallen" [37].

Die grundlegende Bedingung des monetären Gleichgewichtszustandes, nämlich daß Wert und Kosten der laufenden Investition gleich dem Sparvolumen sein müssen, führt zu P', dem Preisniveau der Investitionsgüter. Die Investitionstätigkeit der Unternehmer hängt von dem Preise der Investitionsgüter ab, und da das Banksystem letzteren mittels der Bankrate entscheidend beeinflussen kann, so ist es damit auch in der Lage, die Investitionstätigkeit in die gewünschten Bahnen zu lenken. „Durch den Umfang und die Bedingungen seiner Kreditgewährung ist das Banksystem unter der Herrschaft eines Systems des Repräsentativgeldes in der Lage, allgemein gesprochen, die Investitionstätigkeit der Unternehmerschaft zu bestimmen. Je nachdem die Banken zulassen, daß die Investition die Sparquote übersteigt oder hinter ihr zurückbleibt, wird das Preisniveau steigen oder fallen, wobei wir annehmen, daß keine spontane Änderung der Leistungserträge eintritt." Das Mittel, das dem Banksystem hierzu dient, ist die Veränderung der Bankrate, die, soweit sie effektiv ist, zu Veränderungen des Marktzinses führen wird. „Die Anziehungskraft von Investitionen hängt ab von dem Verhältnis des künftigen Einkommens, das der Unternehmer von der laufenden Investition erwartet, zu dem Zinssatz, den er zu zahlen hat, um ihre Produktion zu finanzieren, oder, anders ausgedrückt, der Wert der Kapitalgüter hängt von dem Zinssatz ab, zu dem das künftige Einkommen aus ihnen kapitalisiert wird. Das will sagen: Je höher der Zinssatz ist, desto niedriger wird, unter sonst gleichen Umständen, der Wert der Kapitalgüter sein. Wenn demnach der Zinssatz steigt, wird P' die Tendenz haben zu sinken, wodurch der Gewinn aus der Produktion von Kapitalgütern gesenkt und damit die Neuinvestition gedrosselt wird. Somit wird ein hoher Zinssatz die Tendenz haben, sowohl P' als auch C, die für das Preisniveau bzw. das Produktionsvolumen der Kapitalgüter stehen, zu senken. Die Spartätigkeit andrerseits wird durch einen hohen Zinssatz gefördert und durch einen niedrigen gehemmt. Es folgt daraus, daß eine Erhöhung des Zinssatzes unter sonst gleichen Umständen die Tendenz hat, die Investition — einerlei ob wir ihren Wert oder ihre Kosten messen — im Verhältnis zur Spartätigkeit zu senken, das heißt die zweite Größe der beiden Grundgleichungen in negativer Richtung zu bewegen, so daß die Preisspiegel nach unten tendieren" [38]. „Das Preis-

---

38) Keynes, Vom Gelde, S. 126/7.

niveau der Gesamterzeugung oszilliert über oder unter den Leistungserträgen, je nachdem, ob die Banken den W e r t der Investition das Sparvolumen übersteigen oder dahinter zurückbleiben lassen; und die Kaufkraft des Geldes oszilliert unter oder über den Leistungserträgen, je nachdem, ob die Banken die K o s t e n der Investition das Sparvolumen übersteigen oder hinter ihm zurückbleiben lassen" [39]).

Den Zinssatz, bei dem die Ersparnis und der Wert der Investition genau übereinstimmen, nennt Keynes im Anschluß an Wicksell den „natürlichen" Zins. Der Zins, der tatsächlich besteht, ist demgegenüber der „Marktzins" [38]).

5. Der Stabilisierungsgedanke bei Keynes.

Damit ist eine kurze und schon deshalb unvollkommene Darstellung der überaus komplizierten Gleichgewichtstheorie gegeben, die Keynes auf seinen Grundgleichungen aufbaut. Die mit ihr verbundene wirtschaftspolitische Zielsetzung der Stabilisierung des Geldwertes entspringt einmal seiner grundsätzlichen Anschauung, daß dem Konjunkturzyklus keine positive Funktion zuzusprechen sei [40]), daß vielmehr den Vorteilen der Aufschwungsperiode überwiegende Nachteile während des Abstiegs gegenüberstehen, und zum anderen den Erfahrungen der letzten Krise und Depression.

Wie in der Nachkriegszeit überhaupt der Gedanke der Befestigung und Sicherung gegebener Verhältnisse und der Ausschaltung von Risiken immer mehr in Erscheinung trat, so war die letzte Krise ganz besonders dazu angetan, Stabilisierungsideen wachzurufen. Die zahllosen meist mehr oder weniger dilettantischen Projekte, mit Hilfe des Kreditinstrumentes Stabilisierungspolitik zu treiben, entbehren aber meist jeder wirtschaftstheoretischen Begründung. Mit ihnen ist das Werk eines Mannes von den geistigen Ausmaßen Keynes' nicht zu vergleichen. Er gibt seiner Theorie eine umfassende wirtschaftstheoretische und statistische Fundierung. Versuchen wir seine Stellungnahme gegenüber der Stabilisierungsidee näher zu umschreiben, so ist zunächst festzustellen, daß diese von ihm in ihren beiden Zielsetzungen, der langfristigen sowohl wie der kurzfristigen, vertreten wird. Schwieriger ist die Frage zu beantworten, was Keynes stabilisieren will, bzw. welches Maßstabes er sich dabei bedienen will. Daß eine endgültige Stellungnahme hierzu im Treatise nicht zu finden ist, ist wohl darauf zurückzuführen, daß sich die Ansichten des Verfassers während der Abfassung

---

[39]) Keynes, Vom Gelde, S. 149.

[40]) Keynes, Vom Gelde, S. 237 f.; s. a. Josephy, Keynes' Geldlehre a. a. O. S. 52 ff.

gewandelt haben. Zu Anfang ist das, was stabilisiert werden soll, nicht so sehr die Kaufkraft des Geldes als vielmehr der Beschäftigungsgrad. Später greift Keynes jedoch auf das Preisniveau zurück. Die Zielsetzung ist deshalb unklar [41]). Noch mehr trifft dies für die Wahl des Maßstabes zu, der zur Messung der Veränderungen bzw. Abweichungen von der Norm dienen soll. Dies wurde schon bei der Behandlung der Indexzahlen erwähnt. Im theoretischen Teil des Treatise erscheint Keynes ein anhand der tatsächlich konsumierten Mengen vorsichtig gewogener Lebenshaltungsindex als der richtigste Maßstab für den Stabilisierungszweck. Im währungspolitischen Schluß verwirft er diesen dann als zu schwierig und greift auf einen im theoretischen Teil als unzulänglich behandelten Rohstoff-Großhandelsindex zurück. Wie Keynes überhaupt viel weniger dogmatisch im Treatise ist als im Traktat, so scheint es ihm auch jetzt mit der Stabilisierungsidee im ganzen viel weniger ernst zu sein als im Jahre 1924. Hält er doch trotz seiner Forderung eines stabilisierten Preisniveaus im Treatise an einer Goldparität fest. Die Korrektur, die Keynes, um beides zu vereinbaren, an der Goldwährung vornehmen will und die in einer Erweiterung der Goldpunkte besteht, ändert aber an dem „Mechanismus" der Goldwährung garnichts. Es sind die Preise dann nur in der Theorie in Wirklichkeit aber die Wechselkurse stabilisiert. Noch stärker wird dieser Eindruck durch seine an die Adresse der Weltwirtschaftskonferenz 1933 gerichtete Schrift „The Means to Prosperity" vermittelt. Dort erklärt er sich offen für eine Rückkehr zum Goldstandard. Doch was die zuletzt berührten Punkte anlangt, besonders die Frage der Goldwährung und die eben genannte Schrift, so werden die späteren Ausführungen noch eingehender darauf zurückzukommen haben. Jezt soll zunächst zu einer kritischen Stellungnahme gegenüber den Grundgleichungen geschritten werden, sodann einigen grundsätzlichen Erwägungen über die von Keynes angegebenen Gleichgewichtsbedingungen Raum gegeben werden. Daran wird sich eine eingehende Behandlung von Einzelproblemen der Keynes'schen Geldlehre schließen, bei welcher Gelegenheit auch seine Beweisführung nach den verschiedenen Richtungen erweitert werden wird.

6. Kritik der Grundgleichungen.

Der Fortschritt, den die Grundgleichungen von Keynes gegenüber den älteren Formulierungen der Quantitätstheorie bedeuten, ist unverkennbar. So sieht Josephy in der bei beiden Grundgleichungen auftretenden Beziehung zwischen Nominal-

---

41) Palyi, a. a. O. S. 368.

einkommen und Gesamtproduktion „den bekannten Fortschritt gegenüber den alten Quantitätstheorien, die mit der Geldmenge operierten und für die Sache selbst ein Symptom setzten, welches mit jener nicht einmal parallel läuft“ [42]).

Ohne Zweifel sind die neuen Grundgleichungen sauberer und instruktiver als die älteren Versionen der Quantitätsgleichung. Zweifel bestehen nur gegenüber dem von Keynes erhobenen Anspruch, daß sie uns den Kausalprozeß aufzeigen, durch den das Preisniveau bestimmt wird und der durch den Gebrauch der älteren Methode nicht enthüllt werden kann und daß sie sich insofern über den Rang von „bloßen Identitäten“ erheben [43]). Bilimovic gelangt nach seiner Untersuchung der Keynes'schen Geldwertlehre zu der Ansicht, daß „sie sehr wenig unser Verständnis der Ursachen, durch die die Höhe der Warenpreise und damit die Kaufkraft des Geldes bedingt wird“, fördern [44]). Recht zutreffend erscheint in diesem Zusammenhange die Beurteilung Robertsons [45]). Die erste Grundgleichung sieht er wohl als gut geeignet an, „die Wirkung von Veränderungen in der Verteilung eines gegebenen Einkommens zwischen Ersparnis und der Ausgabe für Konsumgüter zu zeigen“, glaubt aber, daß dies gerade bei derartigen Veränderungen weniger der Fall ist, „an denen wir bei einem Studium der kurzfristigen Schwankungen hauptsächlich interessiert sind“. Hawtrey hat, seiner Theorie entsprechend, besonders diesen Punkt stark betont und dargelegt, daß beide Grundgleichungen solche Veränderungen von Ersparnis und Investition erst aufzeigen, „wenn ihre Wirkung auf das Preisniveau eine vollendete Tatsache ist“ [46]). Die erste Wirkung z. B. eines Überschusses der Ersparnis über die Investition, d. h. also von Verlusten, besteht nach ihm darin, daß sich bei den Händlern Vorräte stauen und folglich deren Aufträge an die Produzenten reduziert werden. Ehe daher eine Preissenkung eintritt, kann eine beträchtliche Drosselung der produktiven Tätigkeit und ein starkes Anwachsen der Arbeitslosigkeit erfolgt sein. Entsprechendes gilt für das Auftreten von Gewinnen.

Der Mangel der zweiten Grundgleichung besteht außerdem darin, daß sie uns nichts über das Preisniveau der Investitions-

---

42) Josephy, Keynes' Geldlehre a. a. O. S. 56. Josephy erblickt im übrigen „den ungeheuren Fortschritt . . . den die neuen Grundgleichungen für die wissenschaftliche Behandlung des Geld-Preisproblems bedeuten . . . in der Differenzierbarkeit der Gleichungen“ a. a. O. S. 59.

43) Auf S. 128 (Vom Gelde) heißt es ausdrücklich, daß die Gleichungen mehr als „bloße Identitäten“ bedeuten. Auf S. 113 werden sie dagegen „bloße Identitäten“ und Truismen genannt.

44) Bilimovic, a. a. O. S. 273.

45) Robertson, Mr. Keynes Theory . . . S. 395 ff.

46) Hawtrey, The Art . . . S. 336 ff.

güter sagt. Die Ausgangsgleichung, die uns zum Preisniveau der Gesamterzeugung führt, $\pi = \frac{PR + P'C}{O}$, nennt Robertson „most truistical". Sie ist einfach die Formulierung eines gewogenen Durchschnitts. Es ergibt sich daraus nur, „daß wir uns außerhalb der Gleichung nach einer Rechenschaft über die Kräfte umsehen müssen, die das entscheidende Glied P′ bestimmen", eine Tatsache, die bei einer Gleichung, welche die das Preisniveau bestimmenden Kräfte enthüllen will, höchst überraschend ist. Robertson bezeichnet es daher als eine wesentliche Schwäche, „daß Keynes es nirgends für notwendig gehalten hat, die Kräfte, die P′ bestimmen, auf Gleichungsform zurückzuführen" [47]).

7. Kritik der Gleichgewichtsbedingungen.

Nach den Grundgleichungen soll jetzt zu einer kritischen Betrachtung der Gleichgewichtstheorie übergegangen werden, und zwar soll diese zunächst nur als Ganzes ins Auge gefaßt werden. Aufgabe der späteren Ausführungen wird es sein, mehr ins Einzelne zu gehen und vor allem die von Keynes angenommene Fähigkeit des Banksystems, zwischen Ersparnis und Investition ein Gleichgewicht zu schaffen, nachzuprüfen. Hier soll einstweilen unterstellt werden, daß dem Banksystem der Ausgleich zwischen Ersparnis und Investition gelingt und daß sich auch aus dem Wirtschaftsverkehr mit dem Auslande keine Störungen für das Inlandspreisniveau ergeben. Es sollen mithin die von Keynes für die Stabilität des Preisniveaus geforderten Bedingungen vorausgesetzt werden und nun die Frage aufgeworfen werden, ob damit die Stabilität des Geldwertes gewährleistet sei [48]).

Die erste Erwägung, aus der heraus man zu einer Verneinung dieser Frage gelangt, hat ihren Ursprung in einem Argument der Theoretiker des „Übersparens" [49]).

An einer Stelle seines Treatise, wo Keynes den Unterschied zwischen seiner Theorie und derjenigen der amerikanischen Theoretiker des „Übersparens" herausarbeitet, wendet er sich gegen dieses Argument. Foster und Catchings folgern nämlich, daß, da Ersparnis und Investition für sie dasselbe ist, also was gespart wird auch investiert wird und da die gleiche Geldmenge in derselben Zeit „zweimal zur Produktion und nur einmal zur Konsumtion verwandt wird", das laufende Einkommen die vergrößerte Produktion nicht mehr zum vorhergehenden Preisstande aufnehmen kann. Es

---

47) Robertson, Mr. Keynes Theory . . . S. 395 ff.
48) s. a. Williams, a. a. O.
49) z. B. Bouniatian, Foster und Catchings, Hobson, Martin.

wird sich mithin eine Preissenkung ergeben. Keynes entgegnet darauf, daß dieses Übel seiner Meinung nach nicht aus einem dem Sparvolumen entsprechenden Investitionsvolumen herrührt, sondern aus einem Sparvolumen, das nicht von einem entsprechenden Investitionsvolumen begleitet ist. Dies ist zweifellos richtig, wenn man davon ausgeht, daß die Investition hinter der Ersparnis zurückbleibt, ein Umstand, den die Amerikaner überhaupt nicht berücksichtigen. Es wird aber damit das Dilemna, in das die Theoretiker des „Übersparens" letzten Endes verstrickt sind, nicht gelöst. Denn diese sind der Ansicht, daß, selbst wenn Ersparnisse und Investition im Gleichgewicht sind, Überproduktion und damit ein Preisdruck entstehen wird. Zur Illustration sei folgendes Beispiel angeführt: Wenn ein Unternehmer von den Sparern 100 000.— RM. entleiht, um eine Maschine zu kaufen, deren Produktionskosten 100 000.— RM. betragen, und wenn diese Vorgänge gleichzeitig stattfinden oder pari passu fortschreiten, sodaß die Ersparnis gleich dem Wert und den Kosten der Investition ist, dann sind die Bedingungen des Preisgleichgewichts erfüllt. Gleichzeitig damit ist aber eine neue Maschine in den Produktionsprozeß eingereiht, die in der nächsten Produktionsperiode mehr Erzeugnisse liefern wird, ohne daß dem eine Zunahme der Einkommen gegenübersteht. Die Folge wird sein, daß die Preise jetzt fallen werden. Auf die erste Grundgleichung von Keynes übertragen, heißt das, daß P fallen wird da O im Verhältnis zu E gestiegen ist, während das zweite Glied gleich null ist, da $I' = S$ geblieben ist [50]). In die gleiche Richtung zielt Hayek [51]), indem er ausführt, „der Prozeß der Investition besteht nicht in der Erzeugung zusätzlicher Investitionsgüter entsprechend dem, was nötig ist, um die laufende Erzeugung von Konsumgütern unter den alten Methoden fortzusetzen, sondern vielmehr in der Herstellung anderer Maschinen für denselben Zweck aber mit höherer Leistungsfähigkeit, die den Platz der veralteten Maschinen etc., die in der laufenden Erzeugung von Konsumgütern aufgebraucht worden sind, einnehmen sollen".

Nun bestehen theoretisch zwei Möglichkeiten, das durch die Einstellung neuer kostensenkender Maschinen gefährdete Gleichgewicht der „Kaufkraft des Geldes" zu bewahren. Die erste ist, daß die Ersparnisbildung in genau dem gleichen Maße zurückgeht, wie die Erzeugung von Konsumgütern zunimmt. Vorausgesetzt, daß die Kosten der Investition und die Ersparnis immer gleich blieben, würde dann die Gleichung standhalten. Es wäre dabei denkbar, daß schließlich die Ersparnisbildung ganz aufhören müßte. Praktisch steht diese Lösung außer

---

[50]) Williams, a. a. O. S. 554 ff.
[51]) Hayek, Reflections . . . a. a. O. 1. Teil, Abschn. VI. S. 286.

Diskussion [52]). Die zweite ist eine dem säkularen Trend des Warenangebots entsprechende Steigerung des Geldangebots. Auf diese Weise will auch Keynes das Problem lösen. Hier erhebt sich aber nun die Frage: durch wen wird denn das zur Aufrechterhaltung des Gleichgewichtspreisniveaus benötigte zusätzliche Geld in den Umlauf gelangen und wie wird es demzufolge auf die Beziehung zwischen Ersparnis und Investition einwirken? Oder mit anderen Worten, wird das zusätzliche Geld tatsächlich nur E im Verhältnis zu dem säkularen Trend des Produktionsvolumens O steigern, oder wird es nicht vielmehr das als vorhanden unterstellte Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition umwerfen und so die Tendenz zur Unstabilität noch verstärken? Hayek sagt dazu Folgendes: „Keynes glaubt, daß es möglich ist, den umlaufenden Geldbetrag für die Aufrechterhaltung der bestehenden Verträge (mit den Produktionfaktoren) entsprechend anzupassen, ohne das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition zu stören. Aber unter der vorhandenen monetären Organisation, wo alle Veränderungen in der umlaufenden Geldmenge dadurch geschehen, daß mehr oder weniger an die Unternehmer ausgeliehen als gespart wird, m u ß [53]) jeder Wechsel im Umlauf von einer Abweichung zwischen Ersparnis und Investition begleitet sein". Und er fragt schließlich: „Besteht irgendeine Rechtfertigung für die Voraussetzung, daß unter diesen Bedingungen die Unternehmer mehr entleihen werden, nur um mit der laufenden Erzeugung fortzufahren und den Geldzugang nicht zu neuer Investition verwenden werden? Und wenn sie ihn sogar nur gebrauchten, um die vermehrte Produktion zu finanzieren, würde dies nicht in der Zwischenzeit neue Investition bedeuten bis der Produktionszuwachs die Konsumenten erreicht hat?" [54])

Der Schluß aus der Erörterung dieses Punktes ist, daß die Stabilität des Preisniveaus unter den von Keynes geforderten Bedingungen nicht gewährleistet erscheint. Die notwendige Steigerung von E im Verhältnis zu dem säkularen Trend des Produktionsvolumens O muß das ex hypothesi vorhandene Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition umwerfen und die Tendenz zur Unstabilität noch verstärken. Die Er-

---

52) Mit der Abnahme der Ersparnisbildung würde auch die Erhaltung des alten Kapitalbestandes unmöglich werden und damit die Erzeugung zurückgehen und das Gleichgewicht verloren gehen.

53) Keynes ist der Meinung, daß ein Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition unter der Wirksamkeit seines Sparüberschußfaktors und seines Baisseüberschußfaktors auch ohne monetäre Veränderungen entstehen kann. Er betont dies unter Bezugnahme auf obigen Passus in seiner Entgegnung Hayeks mit großem Nachdruck. Der diesbezügliche Standpunkt Keynes' wird bei der Behandlung des Spar- und Baisseüberschußfaktors noch eingehende Berücksichtigung finden.

54) Hayek, Reflections . . . a. a. O. I. Teil, Abschn. 9 S. 293.

zeugung von Kapitalgütern — ganz gleich ob sie aus Ersparnissen oder aus zusätzlichem Gelde erfolgt — ist ein dynamisches Phänomen, das zu einer Veränderung der Geld-Güter-Relation drängt.

Die Zweifel, die sich hieraus für die Möglichkeit einer Stabilisierung des Gleichgewichtspreisniveaus ergeben, werden durch zwei weitere Argumente bestärkt. Das erste, das jetzt erörtert werden soll, beruht auf den Störungsmomenten, die sich aus einer Überproduktion in gewissen wichtigen Industrien für das Preisniveau als Ganzes ergeben können.

Es erscheint mit der Voraussetzung des Gleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition als durchaus vereinbar, daß sich bei der Erzeugung gewisser Investitions- und Konsumgüter eine Überproduktion ergeben kann. Wenn es sich nun dabei um einen maßgebenden Industriezweig handelt, so können hiervon entscheidende Wirkungen auf den gesamten Wirtschaftsverlauf ausgehen. Wenn man berücksichtigt, daß für die einzelnen Güter verschiedene Grade der Elastizität gegenüber Nachfrage und Angebot bestehen und bei der Anpassung der Produktion an veränderte Nachfragebedingungen infolgedessen Reibungen eintreten müssen, so erhellt, daß daraus in wichtigen Fällen eine allgemeine Wirkung auf das Preisniveau folgen kann. Ein bezeichnendes Beispiel liefert hierfür die Überproduktion in der amerikanischen Automobilindustrie im Jahre 1929 [55]). Diese produzierte in der ersten Hälfte des Jahres 1929 im Rahmen einer Jahresproduktion von 6—7 Millionen Wagen und überschritt damit die normale Rate um 2—3 Millionen Wagen. Ein solcher Zustand kann „in einer Industrie mit so starker Konkurrenz und einer Produkionskapazität von z. B. 8 Millionen Wagen leicht eintreten" [55]). Als man im zeitigen Sommer des Jahres 1929 die Übererzeugung konstatierte und diesen Industriezweig drosselte, wurde eine tiefgreifende Wirkung auf andere hervorgerufen. Es folgt daraus für den hier betrachteten Zusammenhang, daß, solange wir nicht imstande sind, die Produktionsfaktoren ebenso schnell in andere Industriezweige umzuleiten wie die Nachfrage umspringt oder wie das Banksystem seine Kreditbedingungen und das Geldangebot ändern kann, die so entstehenden Reibungen immer eine Hauptursache der Unstabilität des Preisniveaus sein werden.

Als letztem Einwand gegen Keynes' Auffassung des Gleichgewichtspreisniveaus soll noch einem Argument Raum gegeben werden, das auf die Entstehungsursachen des Konjunkturzyklus Bezug nimmt. Es handelt sich dabei um die Bedeutung des psychologischen Momentes für die Verursachung von Preisschwankungen. Von der bisher unterstellten Voraussetzung,

---

[55]) Williams, a. a. O. S. 556.

daß Ersparnis und Investition im Gleichgewicht bleiben, soll dabei abgegangen werden.

Aus der strengen Interpretation der Grundgleichungen folgt, daß eine Veränderung des Preisniveaus, wenn das Verhältnis zwischen E und O gleich bleibt, nur aus einer Abweichung der Ersparnis von der Investition, also aus dem tatsächlichen Vorhandensein positiver oder negativer Gewinne hervorgehen kann. Dies würde den Fall ausschließen, daß eine solche Veränderung auch ohne daß bereits tatsächlich Gewinne erzielt werden, sondern nur auf Grund der mehr oder weniger psychologisch bedingten Antizipation von Gewinnen seitens der Unternehmer eintreten kann. Dies würde den Irrtum der Quantitätstheorie als einer „rein mechanischen“ [56]) Auffassung der Geld-Güter-Relation wiederholen, den Hesse wie folgt bezeichnet: „Der Wert des Geldes wird durch das Verhältnis zwischen Geld und Gütern beeinflußt. Er wird aber nicht allein durch die Menge und den Umsatz auf diesen beiden Seiten bestimmt“. Das Verhältnis ist nicht rein mechanisch. „Zwischen Geld und Gütern steht der Mensch, der beide schätzt“ [57]). Das heißt auf unseren Fall zugespitzt, der von Furcht und Hoffnung bewegte Mensch. Keynes schränkt allerdings die strenge Auslegung seiner Theorie selbst stark ein. Auf S. 130/1 der deutschen Übersetzung des Treatise heißt es: „Wir haben bislang so argumentiert, als ob die Unternehmer in ihren Entscheidungen für die Zukunft allein dadurch beeinflußt werden, ob der Absatz der laufenden Erzeugung für sie mit einem Gewinn oder mit einem Verlust verbunden ist. Soweit jedoch die Produktion Zeit erfordert — und im VI. Buche werden wir nachdrücklichst auf die Tatsache hinweisen, daß die Produktion erhebliche Zeit erfordert — und soweit die Unternehmer zu Beginn einer Produktionsperiode in der Lage sind, die Wirkung des Verhältnisses zwischen Spartätigkeit und Investitionstätigkeit auf die Nachfrage nach ihren Erzeugnissen am Ende dieser Produktionsperiode vorauszusehen, ist es augenscheinlich mehr der zu erwartende Gewinn und Verlust aus soeben abgeschlossenen Geschäften, unter dessen Einfluß sie stehen, wenn sie über den Produktionsumfang und über die Angebote an die Produktionsfaktoren entscheiden. Genau genommen müßten wir also sagen, daß der zu erwartende Gewinn oder Verlust den Ursprung aller Veränderungen bildet . . .“ Darüber hinaus „besteht über kurze Fristen die Tendenz, daß Erwartungen, die von weiten Kreisen gehegt werden, sich bewahrheiten, selbst wenn sie sachlich völlig unbegründet sind“.

Welches Gewicht man diesem Argument beilegen will,

---

56) Hesse, Allgemeine Volkswirtschaftslehre S. 244.
57) Hesse, Allgemeine Volkswirtschaftslehre S. 244.

hängt ganz davon ab, was man unter „kurzen Fristen" versteht, wobei man an „die verwickelte Materie der Nationalökonomie auf kurze Sicht" rührt [58]). Ist nicht schließlich auch der Konjunkturzyklus ein „kurzfristiges" Phänomen? Fest steht jedenfalls, daß, wenn die Unternehmertätigkeit nicht durch die tatsächlichen sondern durch die erwarteten Gewinne bestimmt wird und wenn diese Erwartungen in gewissem Umfange ihre eigene Richtigkeit bewirken können, daß dann die Wahrung des Gleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition unter den geltenden Umständen vor den größten Schwierigkeiten steht [59]).

Dasselbe Motiv, die Ansichten der Geschäftsleute über die zukünftige Preisgestaltung, wird in den späteren Ausführungen über die Theorie der Bankrate wiederkehren und sich als eines der Haupthindernisse für die Herstellung des Gleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition erweisen.

III. Der Geldmechanismus und das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition.

1. Die symptomatische Bedeutung des Verhältnisses zwischen Sicht- und Zeitdepositen.

Das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition ist von der Handhabung des Kreditinstrumentes abhängig. Um dieses in der richtigen Weise ansetzen zu können, ist aber Voraussetzung, daß wir über die Vorgänge in dem Geldmechanismus hinreichende Kenntnisse haben. Diese geben überhaupt erst die sicheren Anhaltspunkte für eine so abgestellte Kreditpolitik. Aus dieser Erwägung heraus betrachtet es Keynes als eine seiner Hauptaufgaben, die Erscheinungen innerhalb des Geldapparates zu analysieren, um so zu den noch fehlenden Erkenntnissen vorzudringen, und es ist ganz zweifellos, daß er hier in vieler Hinsicht bahnbrechende Arbeit geleistet hat. Die Ergebnisse, die Keynes aus dem Studium des Geldmechanismus gewinnt, sind später für seine Theorie der Bankrate und seine Auffassung des „natürlichen" Zinses von maßgebender Bedeutung. Sie müssen daher auch hier erst ausgebreitet werden, ehe zur Theorie der Bankrate übergegangen werden kann.

Da das Geld bei Keynes im wesentlichen mit dem Bankgelde identisch ist, so ist seine Analyse des Geldmechanismus eine solche der Bankdepositen.

---

[58]) Keynes, Vom Gelde, S. 132.
[59]) Williams, a. a. O. S. 556 ff.

Keynes teilt die Depositen zunächst in drei große Gruppen: 1. Einkommensdepositen, die von den Privatpersonen aus ihrem persönlichen Einkommen aufgefüllt und von ihnen dazu verwandt werden, ihre persönlichen Aufwendungen und ihre persönlichen Ersparnisse zu decken. Sie ergeben sich aus dem zeitlichen Abstand zwischen Einkommensbezug und Einkommensverwendung. 2. Geschäftsdepositen, die für geschäftliche Zwecke gehalten werden und aus der zeitlichen Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben der Geschäftsleute resultieren. Einkommens- und Geschäftsdepositen stellen zusammen die „Kassendepositen" dar und dienen als solche dem Zahlungsverkehr. 3. Spardepositen, die nicht für Zwecke des laufenden Zahlungsverkehrs erforderlich sind und späterer Verwendung vorbehalten werden [60]). Da die Bankstatistiken aber nur eine Zweiteilung in Sicht- und Zeitdepositen kennen, erhebt sich die Frage, wie die beiden Unterscheidungen miteinander zu vereinbaren sind. Die Antwort darauf zu geben wird Sache der folgenden Ausführungen sein. Fest steht jedenfalls, daß die Einkommens- und Geschäftsdepositen in den Sichtdepositen enthalten sind, und die Spardepositen mehr oder weniger mit den Zeitdepositen zusammenfallen.

Zum Zwecke des weiteren Eindringens in die Materie teilt Keynes nunmehr die Geschäftsdepositen in einen Teil A und einen Teil B und gelangt so zu den beiden Umlaufssphären: der industriellen und der finanziellen [61]).

Seine „industrielle Zirkulation" umfaßt danach nunmehr die Einkommens- und Geschäftsdepositen A, die „finanzielle Zirkulation" die Spardepositen und die Geschäftsdepositen B. Die Frage ist jetzt weiter, wie sich die einzelnen Depositenklassen bezüglich ihrer Umlaufsgeschwindigkeit zu einander verhalten. Er gelangt zum Schluß, daß 1. die Umlaufsgeschwindigkeit der Spardepositen gleich null ist, daß sich 2. die Geschwindigkeit der Einkommensdepositen nur wenig verändert, daß 3. die der industriellen Zirkulation angehörenden

---

60) Keynes verwendet auch für die Einkommens- und Geschäftsdepositen zusammen den Ausdruck „aktive" Depositen im Gegensatz zu den „inaktiven" Spardepositen, deren Umlaufsgeschwindigkeit gleich null ist.

61) Unter Industrie versteht Keynes dabei „die geschäftliche Tätigkeit, die in der Aufrechterhaltung des normalen Erzeugungs-, Verteilungs- und Austauschprozesses sowie der Entlohnung der Produktionsfaktoren für die verschiedenen Pflichten, die sie vom Beginn des Erzeugungsvorganges bis zur endgültigen Befriedigung des Konsumenten erfüllen, besteht". Unter Finanz versteht er andererseits „die geschäftliche Tätigkeit, die im Verwahren und Austauschen vorhandener Vermögenstitel . . ., einschließlich der Transaktionen auf dem Effekten- und Geldmarkt und der Spekulation, sowie in dem Prozeß der Übertragung laufender Ersparnisse und Gewinne auf die Unternehmer besteht".

Geschäftsdepositen A sich im wesentlichen mit den Einkommensdepositen kreuzen und daß 4. die finanziellen Geschäftsdepositen B demgegenüber wohl eine in weiten Grenzen schwankende Umlaufsgeschwindigkeit haben, ihr Betrag aber klein ist. Keynes folgert daraus, daß bedeutende Veränderungen zwischen den Ausgaben der Konsumenten und ihren Ersparnissen aus Veränderungen in den relativen Beträgen der Sicht- und Zeitdepositen zu ersehen sind. So würde z. B. eine Zunahme der Zeitdepositen im Verhältnis zu den Sichtdepositen eine relative Steigerung der Ersparnis gegenüber der Investition bedeuten, da investiertes Geld durch seine Verausgabung die Einkommensdepositen stärken würde. Es würde also Geld unbeschäftigt sein, und so einen Druck auf das Preisniveau ausüben.

In der Nutzbarmachung der statistischen Teilung zwischen Sicht- und Zeitdepositen und der Aufteilung der Depositen zum Zwecke einer besseren Einsicht in das dunkle Gebiet der Umlaufsgeschwindigkeit ist ein wichtiger Fortschritt zu sehen.

Die Hauptschwierigkeit liegt in der Abstufung der Umlaufsgeschwindigkeit innerhalb der Sichtdepositen und in der Berücksichtigung ihrer zweifachen Zusammensetzung, also in der Beziehung der Geschäftsdepositen zu den Einkommensdepositen. Ist es doch allbekannt, daß die Geschäftsleute nicht nur in guten Zeiten mehr borgen und in schlechten Zeiten solche Kredite zurückzahlen sondern, daß sie im ersten Falle von ihren eigenen Guthaben auch einen stärkeren Gebrauch machen und im anderen Fall vergleichsweise untätige Guthaben unterhalten. Mit anderen Worten, die Geschäftsdepositen verändern sich nicht nur der Größe nach sondern auch in ihrer Umlaufsgeschwindigkeit. Daß Keynes die mit den Geschäftsdepositen verknüpften Schwierigkeiten nicht verkennt, geht u. a. auch aus seiner einführenden Darstellung der Sichtdepositen hervor. Dort bezeichnet er das Volumen der spekulativen Umsätze als sehr weiten und unberechenbaren Schwankungen unterworfen. Diese seien im Vergleich zu den gewöhnlichen aus Erzeugung und Verbrauch hervorgehenden Umsätzen unglücklicherweise groß genug, um die Statistiken zu verwirren. Da aber die spekulativen und finanziellen Geschäftsumsätze nur als den Teil B der Geschäftsdepositen berührend angesehen werden, der immer klein bleibt und nur in der Umlaufsgeschwindigkeit stark schwankt, würde dies seine Folgerung nicht schwächen, daß Veränderungen im Betrage der Sichtdepositen im wesentlichen Veränderungen im Betrage der Einkommensdepositen darstellen. Da er, wie schon ausgeführt, ferner annimmt, daß sich die Geschäftsdepositen A zum großen Teil mit den Einkommensdepositen kreuzen, also was Größe und Umlaufsgeschwindigkeit anbetrifft in demselben Verhältnis zu einander stehen, und er weiterhin der Meinung

ist, daß der Rest der Geschäftsdepositen „bei Gleichgewicht" in demselben Verhältnis wie die Einkommensdepositen variieren wird, so gelangt er zu dem Schluß, daß sich das Volumen der industriellen Zirkulation in der Hauptsache mit E, der Gesamtsumme der Geldeinkommen, d. h. mit Volumen und Kosten der laufenden Erzeugung ändern wird. Demnach werden Veränderungen der Sichtdepositen im allgemeinen einen guten Index von Veränderungen der industriellen Zirkulation und Veränderungen der Zeitdepositen solche der finanziellen Zirkulation darstellen, „sodaß wir glücklicherweise zu denjenigen Depositenarten zurückkommen, für deren Höhe uns leidlich gute Statistiken zur Verfügung stehen" [62].

Gegen diese Argumentation sind gewisse Bedenken geltend zu machen. So erhebt sich gegen seine Auffassung der Beziehung zwischen Geschäftsdepositen A und Einkommensdepositen der Einwand, daß sie den oben angedeuteten Veränderungen während des Konjunkturzyklus nicht genügend Rechnung trägt [63].

Der aus den vorhandenen Bankstatistiken nach Keynes zu ziehende Schluß hängt erstens davon ab, in welcher Ausdehnung Geschäftsdepositen auf Zeitdepositen übertragen werden, wenn sie müssig sind, und zweitens wie weit sie sich, wenn sie beschäftigt sind, mit den Einkommensdepositen kreuzen. Das erste ist im Grunde genommen eine Tatfrage. In England werden wahrscheinlich unbeschäftigte Geschäftsdepositen in höherem Maße auf Zeitdepositen übertragen als in den Vereinigten Staaten und in diesen nach dem Kriege mehr als früher. Daß aber alle müssigen Geschäftsdepositen auf Zeitdepositen übertragen werden, ist jedenfalls nicht anzunehmen. Werden doch jetzt zumeist auf beide Depositenarten Zinsen, wenn auch in verschiedener Höhe, gezahlt. Die Beschwerlichkeiten, die mit einer Umwandlung inaktiver Sichtdepositen in Zeitdepositen verbunden sind, werden so, besonders in Zeiten niedriger Zinssätze, wo die Spanne gering ist, in vielen Fällen davon abhalten. Hinzu kommt, daß die Schlüsse, die Keynes aus einem relativen Anwachsen der Sicht- oder Zeitdepositen auf ein Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition ziehen will, in den Ländern, wo verschiedene Reservesätze für beide Depositenarten gelten, durch die dabei auftretende Expansion oder Kontraktion des Gesamtvolumens der Depositen sehr erschwert werden. So würde z. B. in den Vereinigten Staaten eine Übertragung von 1 000.— Dollar von Sicht- auf Zeitdepositen 70.— Dollar an Reserven freisetzen und eine Zunahme der Kredite und Sichtdepositen in Höhe von 700.— Dollar im Banksystem er-

---

62) Keynes, Vom Gelde, S. 198.
63) Williams a. a. O. S. 561 ff.

lauben [64]). Die relative Zunahme der Spardepositen würde also zum größten Teil durch eine entsprechende Zunahme der Sichtdepositen wettgemacht sein. Für die Länder, in denen gegen Sichtdepositen keine höheren Reserven als gegen Zeitdepositen gehalten werden müssen, so auch für England, trifft dies allerdings nicht zu.

Keynes Schluß hängt, wie erwähnt, zweitens davon ab, wie weit seine Auffassung zutrifft, daß sich die Geschäftsdepositen A mit den Einkommensdepositen kreuzen und daß die Geschäftsdepositen B immer nur einen kleinen Betrag ausmachen. Dieser Frage wollen wir uns nun, speziell im Hinblick auf die Bedeutung der spekulativen Umsätze, zuwenden.

2. Die Bedeutung der spekulativen Umsätze als nichtmonetären Faktors eines Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition.

Die Charakterisierung der Geschäftsdepositen B bedeutet, daß sich die spekulativen und finanziellen Transaktionen sozusagen ihre eigenen Fonds durch Veränderung der Umlaufsgeschwindigkeit innerhalb dieses Teils der Geschäftsdepositen schaffen. Zum Zwecke des statistischen Beweises bedient sich Keynes dabei u. a. der Zweiteilung der amerikanischen Bankdepositen in New-Yorker und solche von außerhalb, wodurch er die Wirkung der spekulativen Umsätze auszusondern glaubt. Williams [65]) weist darauf hin, daß die New-Yorker Depositen nur ein sehr unvollkommener Anhalt für die spekulativen Umsätze und insgesamt natürlich durchaus nicht klein sind. Wenn Keynes die Geschäftsdepositen B als einen kleinen Teil der Sichtdepositen bezeichnet, so denkt er dabei anscheinend an das hochentwickelte Effektenbörsen-Clearing. Demgegenüber ist aber darauf hinzuweisen, daß die in New-York zur Abrechnung von Effektengeschäften gebrauchten Fonds nur einen kleinen Teil der in ganz U.S.A. hierfür benötigten darstellen und daß sie außerdem die in seinen Geschäftsdepositen B eingeschlossenen Fonds für spekulative Warengeschäfte nicht enthalten. Die Argumentation von Keynes läuft darauf hinaus, die Frage, ob die Effektenspekulation der Industrie Mittel entziehen kann, zu verneinen. Er befindet sich dabei in Übereinstimmung mit Cassel, Calvin Hoover, Reed, Rogers, Foster und Catchings und anderen. Keynes scheint aber weiter als die anderen zu gehen, denn er nimmt an, daß die Effektenspekulation sogar die industrielle Zirkulation steigern und die Warenpreise heben kann. Diese Wirkung wird dabei nicht

---

64) Williams, a. a. O. S. 565.
65) a. a. O. S. 562.

durch eine Ausdehnung des Bankkredits als Ganzes oder durch ihren Anreiz zur Effekten-Emission und daraus folgender Expansion der Investitionsgüterindustrien erzielt. Keynes erklärt sie vielmehr ebenso wie andere durch das hochentwickelte Börsenclearing. Auf diese Weise wird es ermöglicht, daß alte und neue Spardepositen aktiver Verwendung in der industriellen Zirkulation zugeführt werden. Als Argument dient der Hinweis, daß z. B. während der großen Börsenhause in U.S.A. vor der Krise keine Depositen aus dem Lande nach New-York übertragen worden sind und daß der Spitzenausgleich unter den Brokers nur eine geringfügige Bewegung der Depositen mit sich bringt.

Williams hat diesen Teil der Keynes'schen Analyse eingehend untersucht. Mit einer Analogie zwischen Geld und Gütern führt er den Beweis, daß der Schluß von Keynes nicht zutrifft. Höhere Preise für Güter bedeuten, daß mehr Geld oder relativ mehr Geld für Güter ausgegeben wird. Dieses Geld ist mit den Gütern verknüpft, nicht für dauernd, aber für den gegebenen Zeitraum, in dem es beständig zum Austausch von Gütern absorbiert wird. Wenn nun Käufer und Verkäufer z. B. in Chicago und Boston wohnen und ihre Zahlungen in New-York verrechnen und die Zahlungen, wie zu erwarten, sich ausgleichen, so werden weder Depositen nach New-York noch in größerem Umfange zwischen beiden Plätzen übertragen werden. In New-York würde mithin ein kleiner Clearingfonds mit hoher Umlaufsgeschwindigkeit genügen. Die zur Bewirkung der Preissteigerung nötige relativ stärkere Verwendung der Depositen würde in den Handelszentren größer als in New-York sein und eine stärkere Verwendung der Depositen seitens der Händler, nicht notwendig eine Übertragung von Bank zu Bank zwischen den beiden Handelsplätzen bedeuten. Nimmt man weiter hinzu, daß die Banken mit ihrer Kreditgewährung bis an die Grenzen der Reserveerfordernisse gegangen sind und neues Geld nicht geschaffen wird, so würden die derart benützten Depositen einen anderen bei ihrer Hingabe etwa beabsichtigten Zweck ausschließen. Ganz so ist es bei dem Effekten- Markt. Insoweit die Leute allerorts mit ihren Bankdepositen Effekten kaufen und dies sich fortgesetzt wiederholt, wird ebenso von den Depositen ein bestimmter Gebrauch gemacht; gleichzeitig wird durch die Kurssteigerungen entsprechend erhöhter Geldbedarf ausgelöst. Insoweit dienen sie nur diesem Zweck, und, wenn die Banken an bestimmte Reserveprozentsätze gebunden sind, die keine weitere Kreditausweitung zulassen und auch neues Bargeld nicht geschaffen wird, können für andere Zwecke keine Depositen zur Verfügung gestellt werden. Williams kommt zu dem Schluß, daß daher aus den Spardepositen abfließende Beträge weder die Geschäftsdepositen B (d. h. den New-Yorker Clearingfonds)

noch die industrielle Zirkulation zu vermehren brauchen, wenn sie dergestalt vom Effektengeschäft absorbiert werden. Es können umgekehrt auf diese Weise auch aus der industriellen Zirkulation Beträge herausgezogen werden, ohne unter den Spardepositen aufzutauchen. Man muß ihm zustimmen, wenn er daher die der Zentralbank zugeschriebene Fähigkeit, das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition unter Bezugnahme auf das Verhältnis zwischen Sicht- und Zeitdepositen zu kontrollieren, mit einem großen Fragezeichen versieht [66]). Aus demselben Grunde erscheint auch ein Zweifel daran berechtigt, „daß eine Währungsinstanz an dem durch die Marktstimmung hervorgerufenen Wertstand der bestehenden Effekten kein direktes Interesse hat" [67]).

3. Der Sparüberschußfaktor.

Wie die vorangehende Erörterung ergab, glaubt Keynes nicht, daß die Spekulation als Grund eines Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition anzusehen ist. Da sie nach seiner Auffassung weder aus der industriellen Zirkulation noch aus den Spardepositen Mittel absorbiert, kann sie auch den aus den vorhandenen Bankstatistiken auf das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition zu ziehenden Schluß nicht verdunkeln. Die Beziehung zwischen Sicht- und Zeitdepositen bleibt insoweit symptomatisch. Keynes schränkt aber seine Schlußfolgerung in anderer Richtung ein. Unter der Wirksamkeit des „Sparüberschußfaktors" und des „Baisseüberschußfaktors" können die statistischen Unterlagen ihren Wert als Index für die Beziehung zwischen Ersparnis und Investition zum großen Teil einbüßen. Da dieser Teil seiner Analyse, auf den er besonderes Gewicht legt, im Treatise ganz unklar geblieben ist, hat er seine diesbezüglichen Ausführungen später, vor allem in seinen Entgegnungen an Robertson und Hayek, erheblich erweitert. Obwohl die Zusammenhänge, besonders beim Sparüberschußfaktor, auch jetzt noch recht dunkel sind, soll doch versucht werden, nach Möglichkeit Klarheit über diese Punkte zu gewinnen, die Keynes als für seine Analyse „absolut grundlegend" bezeichnet.

In seiner Entgegnung an Hayek hat Keynes die beiden genannten Faktoren folgendermaßen charakterisiert. „Die Sache ist ganz kurz gesagt: erstens, daß an die Unternehmer Geld vorgeschossen werden kann (direkt durch die Banken oder durch neue Marktemission oder durch Verkauf ihrer Aktiven) entweder um Verlusten zu begegnen oder um

---

66) Williams, a. a. O. S. 569 ff.
67) Keynes, Vom Gelde, S. 208.

für neue Investition zu sorgen und daß die Geldmengenstatistik uns nicht befähigt, zwischen diesen beiden Fällen zu unterscheiden, und zweitens (um ein allgemeines Prinzip mittels einer Illustration zu erklären) daß, wenn ich meiner Bank im Austausch gegen ein Bankguthaben Konsols verkaufe, um liquider zu sein, und meine Bank demgegenüber keine Gegenrechnung macht, die Geldmenge verändert sein wird, ohne daß sich irgendetwas bei der Ersparnis oder der Investition ereignet hat" [68]).

Zunächst soll das erste Problem, der Sparüberschußfaktor, behandelt werden.

Keynes ist der Meinung, daß unter der Wirksamkeit des Sparüberschußfaktors ein Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition und ein Sinken des Gesamtpreisniveaus eintreten kann, ohne daß sich gleichzeitig monetäre Veränderungen in der Geldmenge oder der Umlaufsgeschwindigkeit zu ereignen brauchen. In seiner Entgegnung an Robertson [69]) schreibt Keynes: „Ich habe gefunden, daß einige Leser meines Buches (des Treatise) vermutet haben, daß ein Sparüberschuß über die Investition notwendig von einer gleichen Zunahme der inaktiven Depositen begleitet ist, sodaß ein Sparüberschuß vermutlich unmöglich sein würde, wenn das Banksystem sich derart verhielte, daß der Überschuß der Gesamtdepositen über die aktiven Depositen auf einer konstanten Zahl gehalten würde. Ihre Interpretation meiner Theorie scheint folgende zu sein. Sparüberschuß ist nur ein anderer Ausdruck für eine Zunahme der inaktiven Depositen; diese bedeutet aber eine Abnahme der Umlaufsgeschwindigkeit; so wiederhole ich nur, wenn ich sage, daß ein Sparüberschuß zum Fall des Preises der Konsumgüter führt, auf sehr komplizierte Weise die alte Geschichte, daß eine Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit die Preise senken muß, wenn die anderen Umstände gleich bleiben."

Um zum Verständnis des Sparüberschußfaktors zu gelangen, müssen wir auf Keynes eigentümlichen Investitions- und Sparbegriff zurückgreifen. Danach muß die neue Investition, um das Gleichgewicht aufrecht zu erhalten, nicht nur dem Teil des Geldeinkommens aller Personen gleich sein, der ihre Ausgaben für Konsumzwecke überschreitet, und dem, was reinvestiert werden muß, um die vorhandene Kapitalausstattung zu erhalten, sondern darüber hinaus auch dem Teil des „Normal"einkommens der Unternehmer, um den ihr wirkliches Einkommen hinter ersterem zurückbleibt. Erleiden also die Unternehmer Verluste, d. h. bleiben sie unter ihrer Normalrate, und gleichen sie diese durch entsprechende Verminderung ihres Konsums oder durch Entleihung einer gleichen Summe

---

68) Keynes, a. a. O. Abschn. II S. 390.
69) Keynes, A Rejoinder a. a. O. S. 370 ff.

von den Sparern pari passu aus, so ist gemäß Keynes hierdurch zwar eine Auffüllung des alten Kapitals ermöglicht, wenn aber darüber hinaus nicht noch ein weiterer dieser Summe entsprechender Betrag für neue Investition geschaffen wird, so wird sich definitionsgemäß ein Überschuß der Ersparnis über die Investition, mithin ein Sinken der Gesamteinkommen unter die Produktionskosten und damit ein Sinken des Gesamtpreisniveaus ergeben.

Robertson und Hayek, diejenigen Kritiker Keynes', welche diesen Punkt eingehend behandelt haben, sind beide der Auffassung, daß solche Verluste nur auf Grunde monetärer Veränderungen möglich sind. Robertson erklärt in seiner Rezension des Treatise, daß Gesamtverluste, die nicht durch entsprechende Gewinne anderer Unternehmer ausgeglichen werden, nur als Ergebnis eines Hortungsaktes auftreten können. Denn wenn die Mehrersparnisse, die bei den Produzenten von Konsumgütern Verluste hervorrufen, nicht gehortet werden, sondern dem Ankauf von Kapitalgütern zugeführt werden, so wird in anbetracht des vermehrten auf den Erwerb der Kapitalgüter gerichteten Geldstromes ein den Verlusten entsprechendes Steigen letzterer erfolgen und ein Sinken des Preisniveaus der Gesamterzeugung nicht eintreten können. Mit anderen Worten, das Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition wird von einem Anwachsen der inaktiven Depositen im Verhältnis zu den aktiven begleitet sein und wird, wenn das Gesamtvolumen der Depositen gleich bleibt in einer Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit zum Ausdruck kommen [70]).

Hayek ist ebenso wie Robertson der Meinung, daß ein Sparüberschuß nur in Verbindung mit monetären Veränderungen ein Sinken der Gesamteinkommen unter die Produktionskosten und den spiralig fortschreitenden Schrumpfungsprozeß, den Keynes dabei im Auge hat, herbeiführen kann. Das bringt er schon im ersten Teil seiner „Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes" eindeutig zum Ausdruck. Im zweiten Teil macht er es sich dann besonders zur Aufgabe, die mit dem Sparüberschuß verbundene Forderung nach zusätzlicher Investition entsprechend den zum Ausgleich der Verluste verwandten Ersparnissen ganz eingehend zu widerlegen.

Er betont zunächst, daß die Keynes'sche Argumentation auf der Voraussetzung beruht, daß die Unternehmer mit voller Kapazität weiterproduzieren, obwohl sie Verluste erleiden. Er

---

[70]) Außerdem kann die Zunahme der inaktiven Depositen, der Sparüberschuß, durch ein relatives Anwachsen der Zeitdepositen gegenüber den Sichtdepositen in Erscheinung treten. Dies braucht aber, wie die Betrachtung des Geldmechanismus gezeigt hat, durchaus nicht der Fall zu sein.

fragt demgegenüber, was sich gewöhnlich ereignet, wenn die Leute mehr zu sparen beginnen. Die erste Folge wird sein, daß weniger Konsumgüter zu den geltenden Preisen Absatz finden. Diese Wirkung hat aber nicht zu bedeuten, daß gleichzeitig die Preise fallen müssen, oder gar, daß sie im selben Verhältnis fallen wie die Nachfrage zurückgeht [71]). Tatsächlich werden die Händler von Konsumgütern vielmehr zunächst ihre Vorräte an solchen Gütern vermehren, anstatt zu Verlustpreisen zu verkaufen. Die Tendenz, das zu den alten Preisen nicht absetzbare Volumen auf Lager zu nehmen, wird wahrscheinlich nur insoweit modifiziert, als die Kosten der Güterhaltung eine Preissenkung ratsam machen. Um aber der Keynes'schen Beweisführung nachzugehen, unterstellt er dann, daß die Erzeuger von Konsumgütern in der Hoffnung auf baldige Belebung der Nachfrage und weil sie die Kosten einer Reduktion der Erzeugung für höher halten, mit voller Kapazität weiterproduzieren und mit Verlust verkaufen werden. Wenn sie nun die Erzeugung auf dem alten Niveau erhalten wollen, werden sie die entstehenden Verluste decken müssen. Hierzu stehen ihnen vier Möglichkeiten offen. Sie können ihre eigenen Ausgaben drosseln, was nach Keynes „sparen" bedeutete, sie können ferner ihre Bankguthaben angreifen, weiterhin von den Sparern Geld entleihen und schließlich an diese Rechtstitel auf eigenes Kapital (Effekten) verkaufen. Die Frage ist nun, ob ein gemäß den Keynes'schen Definitionen bestehender Überschuß der Ersparnis über die Investition, der darauf beruht, daß ein Teil der Ersparnis auf eine jener vier Arten zur Verlustdeckung dient, ein Sinken der Gesamteinkommen unter die Produktionskosten verursachen wird. Um eine Antwort hierauf geben zu können, muß auf die Verlustdeckung der Unternehmer näher eingegangen werden. Die zweite erwähnte Möglichkeit, die im Rückgriff der Unternehmer auf ihre Bankguthaben besteht und deren Wirkung ähnlich der einer Vermehrung der Geldmenge sein würde, kann, wie es auch Keynes tut, hier vernachlässigt werden. Die drei verbleibenden lassen sich auf zwei reduzieren: 1. Deckung der Verluste durch Verminderung des eigenen Konsums der betreffenden Erzeuger, 2. durch Entnahme von den Sparern mittels Ausleihung oder Kapitalverkauf. Im ersten Fall, wo die gleiche Erzeugung von Konsumgütern durch den verminderten Konsum der Unternehmer ermöglicht wird, wird sich der aus der Produktion fließende Einkommensstrom nicht um mehr vermindern als die Anfangsabnahme bei der Nachfrage nach Konsumgütern ausmacht [72]). Bei der Deckung der Verluste durch Entleihung bzw. Kapitalverkauf entsprechend dem zweiten Fall wird

---

71) Hayek, Reflections . . ., II. Teil, Abschn. XIII S. 27.
72) Hayek, Reflections . . . II. Teil, Abschn. XIII. S. 29.

erklärlicherweise überhaupt keine Minderung des aus der Erzeugung von Konsumgütern stammenden Einkommens eintreten. Es ergibt sich mithin, daß im ersten Fall der Gesamteinkommensstrom derselbe bleiben wird, als ob ein den neuen Ersparnissen gleicher Betrag für neue Investition verwendet wäre, und im zweiten Falle wird es ebenso sein. Demgegenüber scheint jedoch Keynes anzunehmen, daß die Reduktion der Ausgaben des Unternehmers für seinen Konsum im ersten Fall eine Nettoverminderung der Nachfrage nach diesen Konsumgütern darstellt und zu dem Einkommensstrom hinzukommt, der als erste Wirkung vermehrten Sparens von den Erzeugern der Konsumgüter zu den der Kapitalgüter fließt. So gelangt er zu dem Schluß, daß zur Vermeidung der aus dieser Verminderung des Konsums hervorgehenden Störungen ein entsprechender Betrag für zusätzliche Investition seitens der Banken ausgeliehen werden sollte.

Geht man den Zusammenhängen weiter nach, so sieht man, daß in dem ersten Beispiel, wo der Unternehmer sein Kapital durch Minderung seines eigenen Verbrauchs zu erhalten sucht, sein Bemühen vergeblich sein wird, wenn die Anfangsursache, der Sparüberschuß, bestehen bleibt. Denn er wird, wenn er die Ersparnisse trotz seiner Verluste in derselben Produktion wieder investiert, anstatt sie einträglicherer Verwendung zuzuführen, nach der nächsten Umschlagsperiode einem neuen Verlust gegenüberstehen, der gleich dem alten sein wird. Dasselbe wird auch in dem anderen Falle zweifellos eintreten, wo der Unternehmer seine Verluste mit den Ersparnissen anderer deckt. Auch diese werden verschwendet sein. Es wird weiterhin auch ein Sinken des allgemeinen Preisniveaus eintreten, weil trotz der verminderten Nachfrage nach dem verfügbaren Teil der Erzeugung das nicht für Konsumgüter verausgabte Geld der „Mehrsparer" auf einer höheren Produktionsstufe dieser Güter eintritt, um dort Erzeugung und Preis aufrecht zu erhalten. Die so aufgewandten Ersparnisse werden mithin nirgends eine vermehrte Nachfrage hervorrufen, welche die Wirkung des auf der letzten Produktionsstufe eintretenden Preisfalls der Konsumgüter auf das Preisniveau ausgleichen könnte.

Alle diese Folgen können sich jedoch nur unter der Keynes'schen Voraussetzung ergeben, daß die Erzeuger von Konsumgütern trotz Verlusten ebenso viel wie vorher in ihrer Produktion investieren und daß sie für die Investition kein einträglicheres Unterkommen finden. Diese Auffassung bedeutet aber eine völlige Verkennung der Funktion des Zinses. Hayeks Kritik des Sparüberschußfaktors schließt daher, daß die Argumentation von Keynes, die darauf hinzielt „zu beweisen, daß eine Steigerung der Ersparnis nicht zur Steigerung der Investition führen wird, von Anbeginn auf der Voraus-

setzung beruht, daß trotz der verminderten Nachfrage nach Konsumgütern die verfügbare Erzeugung nicht vermindert wird; das bedeutet einfach, daß er von Anfang an voraussetzt, was er zu beweisen wünscht" . . . „Um das Ergebnis zu ziehen: in keinem der Fälle, die wir betrachtet haben, werden die Wirkungen eintreten, die erfolgen würden, wenn Ersparnisse und Investition (im gewöhnlichen Sinne) auseinandergehen, nämlich die Gesamteinkommen die Kosten der Gesamterzeugung über- oder unterschreiten, und es ist kein Grund vorhanden, warum sich Ersparnis und neue Investition in Keynes' Sinn entsprechen sollten". „Irgendein Versuch, eine Steigerung der Investition entsprechend demjenigen „Sparen" herbeizuführen, das bereits zur Aufrechterhaltung des alten Kapitals erforderlich ist, würde genau dieselbe Wirkung haben, wie ein anderer Versuch, die Investition über die Nettoersparnis zu steigern: Inflation, Zwangssparen, Fehlleitung der Produktion und schließlich eine Krise" [73]).

4. Der Baisseüberschußfaktor.

Außer dem Sparüberschußfaktor gibt Keynes, wie schon erwähnt, noch eine zweite geheimnisvolle Ursache für eine Abweichung zwischen Ersparnis und Investition aus nichtmonetären Gründen an. Es ist dies der Baisseüberschußfaktor. Beide sollen zeigen, wie laufend Ersparnisse in Verbindung mit einem Preisfall [74]) verschwendet werden können. Wie bei dem Sparüberschußfaktor, so wird sich auch hier erweisen, daß diese Wirkung nur auf Grund einer Veränderung der monetären Lage und zwar einer Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit eintreten kann. In beiden Fällen ist diese Wirkung, wie Robertson sagt, die Folge eines gesteigerten Wunsches zu horten.

In seiner Entgegnung an Hayek hat Keynes folgende, schon zitierte Illustration des Phänomens gegeben: „. . . wenn ich, um flüssiger zu sein, meiner Bank Konsols im Austausch gegen ein Bankguthaben verkaufe und meine Bank demgegenüber keine Gegenrechnung macht, so wird die Geldmenge verändert sein, ohne daß sich irgendetwas bei der Ersparnis oder der Investition ereignet hat". Schon hieraus dürfte sich ergeben, daß es sich dabei im wesentlichen um eine Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit handelt. Die Vermehrung der Geldmenge wird durch eine Abnahme der Umlaufsgeschwindigkeit wettgemacht. Noch deutlicher wird dies, wenn man obige Illustration praktisch zuspitzt. Man wird dann sagen dürfen, daß die Banken, wenn sie wie gewöhnlich ausgeliehen sind und

---

73) Hayek, Reflections, II. Teil, Abschn. XIII, a. a. O. S. 30.
74) oder antizipierten Preisfall.

neues Bargeld von der Zentralbank nicht erhalten, eine Gegenrechnung machen müssen. Die Folge wird sein, daß sie einen hingegebenen Kredit kündigen oder einen abgelaufenen nicht wieder ausleihen. Dies bedeutet bei gleichbleibender Geldmenge eine Zunahme der inaktiven Depositen auf Kosten der aktiven, also eine Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes.

Der geschilderte Prozeß stellt einen Hortungsakt dar, der aber nicht Bargeld, sondern Bankdepositen zum Gegenstande hat. Die Keynes'sche Studie des Barüberschußfaktors ist daher auf das viel interessantere und kompliziertere Problem des Hortens in einer Gesellschaft gerichtet, in der das umlaufende Geld hauptsächlich in Bankdepositen besteht.

Wenn man sich vergegenwärtigt, daß ein großer Teil unseres zirkulierenden Geldes die Form von Bankdepositen hat, und folglich die Leute insoweit ihre Ersparnisse nicht erst auf die Bank zu bringen brauchen und wenn man weiter bedenkt, daß die Banken bis an die Grenzen der Reserveerfordernisse auszuleihen bestrebt sind, so erhellt, daß eine Steigerung des den Banken als Ersparnisse überlassenen Geldbetrages den Willen oder die Macht der Banken, mehr auszuleihen, nicht zu verstärken braucht. Die Kreditmacht wird nur dort gestärkt werden, wo die Steigerung der Ersparnis bzw. die Zunahme der inaktiven Depositen in einer Erhöhung der Zeitdepositen [75]) zum Ausdruck kommt und, wenn überhaupt, nur in dem Verhältnis wie die Reservehaltung gegen Zeitdepositen geringer als die gegen Sichtdepositen ist (z. B. in U.S.A.). Die Bekämpfung der durch relative Zunahme der inaktiven Depositen entstehenden Gleichgewichtsstörungen zwischen Ersparnis und Investition steht angesichts dieser Zusammenhänge vor den größten Schwierigkeiten [76]).

Der Beitrag, den Keynes mit dem Studium des Baisseüberschußfaktors zur Klärung dieses Problems liefert, ist einer der wertvollsten Teile seiner Analyse. Wenn seine Lösung auch nicht ganz von Zweifeln frei ist, so steht doch fest, daß er hier unbekanntes Gebiet durchforscht und neue Perspektiven eröffnet hat [77]).

Der Schwerpunkt der Betrachtungen liegt in einer detaillierten Untersuchung der Ursachen, welche die Leute veranlassen, Horte der Investition vorzuziehen oder umgekehrt. Da hierbei die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Effektenkurse eine entscheidende Rolle spielen, bilden die Beziehungen

---

75) cf. die Ausführungen unter III, 1.

76) Die Schwierigkeiten, welche sich schon der Feststellung einer solchen relativen Zunahme der inaktiven Depositen entgegenstellen, wurden bereits in Teil III Abschnitt 1 erörtert.

77) Hayek, Reflections . . . Teil II. S. 33 ff.

zwischen Bankkredit und Wertpapierbörse den Hauptgegenstand der Keynes'schen Analyse.

Vorausgeschickt sei, daß Keynes hier für den Ausdruck „Horte", die den Spar- oder inaktiven Depositen entsprechen, auch den Ausdruck „liquide Anlagen" und als Alternative für „investieren" oder Effekten den Ausdruck „nichtliquide Anlagen" verwendet. Zur Annäherung an das Problem teilt Keynes zunächst die Spardepositen [78]) in einen Teil A, der von der großen Masse der Sparer stammt und ziemlich konstant bleibt und einen Teil B, die sogenannte „Baisseposition". Letztere bildet eine Alternative für den Effektenbesitzer, sofern er die Bewegung der Effektenkurse ungünstig beurteilt. Der Baissier stößt also Effekten ab und leiht statt dessen Kasse aus, indem er auf Sichtdepositen einzahlt, während im Gegensatz dazu der Haussier Effekten mit geborgter Kasse hält. Ersterer antizipiert also, daß die Effekten im Kassenwert fallen und letzterer, daß sie steigen werden [79]). Die Erwartungen bezüglich des zukünftigen Effektenkurses sind demnach hier bestimmend. Wenn aber Keynes später in seiner Entgegnung an Robertson dazu übergeht, seinen Begriff der „Vorliebe für Spardepositen" oder „Grad der Neigung zu horten" oder „Stand oder Grad der Baissestimmung" zu bestimmen, so ändert sich die Sachlage. Letzterer hängt nicht von den zukünftigen sondern von den gegenwärtigen Effektenkursen ab [80]), denn dort wird ausgeführt, daß wir zu einem Zeitpunkte eine Kurve zeichnen können, die den „Grad der Neigung zu horten" in einem Koordinatensystem darstellt, wo die Ordinate den Preis der nichtliquiden Anlagen, ausgedrückt in liquiden, und die Abszisse die Menge der inaktiven Depositen oder liquiden Anlagen, die von der Gesamtheit gehalten werden, bedeuten. Diese Kurve beruht auf der Voraussetzung, daß ein Fallen der Effektenwerte in gewissen Grenzen, „die Neigung zu horten" vermindern wird, bzw. daß ein solches Fallen die Erwartung in einen künftigen Anstieg stärken wird. Hayek meint dazu, „mir erscheint es sehr zweifelhaft, ob eine Veränderung der gegenwärtigen Effektenwerte sofort zu einer entgegengesetzten Veränderung in den Erwartungen bezüglich der zukünftigen Wertbewegungen führen wird" [80]). Sinkende Effektenwerte können mit derselben Wahrscheinlichkeit Furcht vor weiterem Fallem wie die Hoffnung in einen Anstieg erwecken. Keynes scheint hier die Bedeutung des psychologischen Moments für die Ansichten über die zukünftige Preisgestaltung in der

---

78) Bei denen zu berücksichtigen ist, daß sie nicht nur die Zeitdepositen sondern auch den Teil der inaktiven Depositen umfassen, die Sichtdepositen geblieben sind.

79) Keynes, Vom Gelde, S. 250.

80) Hayek, Reflections . . . a. a. O. Teil II, Abschn. XV. S 36.

gleichen Weise zu unterschätzen, wie dies bei der Behandlung seiner Gewinndefinition erörtert wurde und wie es später bei seiner Theorie der Bankrate noch stärker hervortreten wird.

Die Nachfragekurve nach Effekten gewinnt nun unter Hinzunahme der weiteren Voraussetzung, daß das Banksystem in der Lage sei, den Betrag der Spardepositen zu bestimmen, für das Preisniveau der Investitionsgüter eine Bedeutung. Er folgert nämlich, daß „wenn das durch das Banksystem geschaffene Volumen der Spardepositen gegeben ist", das Preisniveau der neuen und alten Investitionsgüter allein von der „Neigung zu horten" bestimmt wird. Die Richtigkeit dieses Schlusses hängt von beiden Voraussetzungen ab. Die erste, nämlich die direkte Abhängigkeit der Effektennachfrage von ihrem gegenwärtigen Wert ist bereits diskutiert worden. Was die zweite anlangt, also die Macht des Banksystems, das Volumen der Spardepositen zu bestimmen, so ist sie anscheinend nur festgestellt aber nicht näher begründet worden [81]). Hayek ist der Meinung, daß Keynes hier die irrtümliche Annahme zu vertreten scheint, „daß der Geldbetrag, den die industrielle Zirkulation erfordert, unabhängig von den Bedingungen bestimmt ist, zu denen das Banksystem auszuleihen gewillt ist; sodaß ein vom Banksystem über diesen gegebenen Betrag hinaus geschaffener Depositenüberschuß notwendig in „Horte" übergeht, während ein Minus aus diesen Horten kommen wird, und die allgemeine industrielle Zirkulation unberührt lassen wird" [82]). Diese Auffassung stände allerdings, wie er hinzufügt, in stärkstem Widerspruch zu anderen Teilen der Keynes'schen Beweisführung.

Das Dunkel, das diesen Teil der Tätigkeit des Banksystems einhüllt, wird noch dichter, wo die Rolle der Banken als Vermittler während eines Zyklus am Effektenmarkt diskutiert wird. Was Keynes mit der in diesem Zusammenhange mehrfach zu findenden Feststellung, daß die Banken die Baisseposition kontrollieren können, letzten Endes meint, ist unklar. Williams versteht sie so, daß die Banken entsprechend den Verkäufen der Baissiers Effekten kaufen sollen und so die Zunahme der Spardepositen durch Schaffung neuer Sichtdepositen ausgleichen sollen.

5. Zusammenfassung.

Mit dem Baisseüberschußfaktor ist zu dem letzten Grunde der geheimnisvollen Differenz zwischen Ersparnis und Investition, die Keynes angibt, Stellung genommen. Als Resumée der Betrachtung des Geldmechanismus und des Spar- und

---

[81]) Hayek, Reflections . . . a. a. O. II. Teil, Abschn. XV. S. 37.
[82]) Hayek, Reflections . . . a. a. O. II. Teil, Abschn. XV. S. 37.

Baisseüberschußfaktors ergibt sich folgendes: Ein Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition kann sich infolge monetärer Veränderungen (der Geldmenge und -umlaufsgeschwindigkeit) ergeben. So kann, z. B. wenn im Verlaufe des Konjunkturaufschwungs zusätzliche Bankkredite gewährt werden, ein Überschuß der Investition über die Ersparnis und damit ein Steigen des Preisniveaus eintreten. Bei rückläufiger Konjunktur kann demgegenüber, wenn Geld gehortet wird, ein Überschuß der Ersparnis über die Investition und ein Sinken des Preisniveaus eintreten. Soweit Keynes das Ungleichgewicht auf solche monetären Veränderungen zurückführt, befindet er sich in Übereinstimmung mit den bisher hierüber z. B. von Robertson und Hayek vertretenen Ansichten. Darüber hinaus nennt Keynes noch drei weitere nichtmonetäre Gründe eines Abweichens der Ersparnis von der Investition. Der erste besteht in der Möglichkeit einer Absorption von Bankdepositen durch die Spekulation. Während Keynes diesem Umstande keine Bedeutung beimißt, haben wir ihn als einen durchaus begreiflichen Fall eines Ungleichgewichts anerkannt. Die beiden anderen sind der Spar- und Baisseüberschußfaktor. Die Betrachtung der letztgenannten zeigte, daß es sich dabei um monetäre Veränderungen handelt. Sie laufen beide auf eine Verlangsamung des auf den Erwerb der Investitionsgüter gerichteten Geldstromes hinaus, bedeuten also eine Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes.

IV. Die Theorie der Bankrate.

1. Darstellung.

a) Die Beziehung zwischen den Märkten der kurzfristigen und langfristigen Kredite.

Wir kommen nun zu der überaus wichtigen Frage in welcher Weise auf das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition hinzuwirken ist. Keynes sieht die Möglichkeit hierzu in einer entsprechenden Handhabung der Kreditpolitik, durch welche die Investitionstätigkeit in die gewünschten Bahnen gelenkt werden soll. Um einen schon früher zitierten Satz zu wiederholen: „Durch den Umfang und die Bedingungen seiner Kreditgewährung ist das Banksystem unter der Herrschaft eines Systems des Repräsentativgeldes in der Lage, allgemein gesprochen die Investitionstätigkeit der Unternehmerschaft zu bestimmen. — Je nachdem, ob die Banken zulassen, daß die Investition die Sparquote übersteigt oder hinter ihr zurückbleibt, wird das Preisniveau steigen oder fallen . . .“.

Ausgehend von der Idee eines „natürlichen“ Zinses, bei dem Ersparnis und Investition (im Keynes'schen Sinne!) im

Gleichgewicht sind, steht bei Keynes hier das Mittel der Bankrate an erster Stelle. Daneben spielen noch andere Mittel, wie offene Marktpolitik und Erweiterung der Spanne zwischen den Goldpunkten, eine Rolle.

Ist das Ziel, dem die Handhabung der Bankrate dient, Ersparnisse und Investition in Übereinstimmung zu bringen, so ist bei der Bedeutung der Investition in fixen Kapitalgütern im Rahmen der Gesamtinvestition Voraussetzung, daß ein enger Zusammenhang zwischen der Bankrate und den Sätzen am langfristigen Kreditmarkt besteht. Keynes erkennt an, daß die Bankrate unmittelbaren Einfluß nur auf die Sätze des kurzfristigen Kreditmarktes ausübt. Er folgert aber, daß von hier Geld auf den Markt der langfristigen Kredite abströmt. Wenn z. B. die Bankrate gesenkt wird und gleichzeitig die Reserven der Depositenbanken durch offene Marktpolitik der Zentralbank verstärkt werden, so werden die Depositenbanken in Anbetracht ihrer aus kurzfristigen Krediten zurückgehenden Gewinne dazu übergehen, festverzinsliche Papiere zu kaufen. Dadurch werden deren Kurse gesteigert, während die Rendite sinkt. Jetzt wird die Bewegung durch andere Investoren verstärkt, die befürchten, den Anschluß zu verpassen. Auch die Spekulanten werden nun, ermuntert durch die niedrigen Geldsätze, auf den Plan gerufen. Die Tätigkeit der Emissionshäuser unterstützt die Tendenz gleichfalls, denn bei niedrigen Sätzen forcieren sie Neuemissionen, während sie bei steigenden damit zurückhalten, um früheren Emissionen nicht den Markt zu verderben. Außerdem können die Banken auch durch Gewährung von Krediten an die „unbefriedigten Kreditnehmer", deren es immer welche gibt, vorgehen. Damit ist aber nur der Einfluß der Veränderung der Bankrate auf das Angebot an langfristigen Geldern dargelegt. Der Grund dafür, daß die Unternehmer von dem erhöhten Angebot an Geldkapital auch wirklich Gebrauch machen, ist nach Keynes der Umstand, daß eine niedrigere Zinsrate für langfristige Kredite in einem höheren Preise der Investitionsgüter kapitalisiert wird. Damit ist auf das entscheidende Argument hingelenkt, durch das Keynes den Einfluß der Zinsrate auf das Preisniveau und damit auf das Investitionsvolumen erklärt. Hierauf soll nun die Aufmerksamkeit konzentriert werden.

Zunächst muß darauf hingewiesen werden, daß Keynes bei der Beziehung zwischen Bankrate und Investition entgegen seiner früheren Definition der Investition als den Zuwachs an Betriebskapital wie auch fixen Kapitals umschließend, nur das fixe Kapital und dessen Wertveränderung im Auge hat [83]).

---

[83]) Welche Konsequenzen sich aus der Vernachlässigung des Betriebskapitals in diesem Zusammenhange ergeben, wird noch zu zeigen sein. (cf. Robertson, Keynes' Theory . . . a. a. O. § 4 u. Hayek, Reflections . . . a. a. O. II. Teil, § 12).

Nur für das Preisniveau der letzteren besteht die Beziehung zwischen Zinssatz und Preis. Bestimmend für den Preis fixer Kapitalgüter sind nach Keynes Erklärung das voraussichtliche Erträgnis, das entsprechend der Höhe des langfristigen Zinses kapitalisiert wird. Wicksell und Cassel folgend schließt Keynes, daß eine Veränderung der Zinsrate die Anzahl von Jahren verändert, zu denen das zukünftige jährliche Einkommen, das aus dem Besitz z. B. einer Maschine vorausgenommen wird, kapitalisiert wird. Da „eine Veränderung der Bankrate auf das voraussichtliche Ergebnis fixen Kapitals keine Wirkung haben wird (ausgenommen vielleicht eine entfernte Wirkung zweiter Größenordnung)" und da die begreifliche Wirkung auf den Preis dieses Ergebnisses vernachlässigt werden kann, wird die einzige „sofortige, direkte und offensichtliche Wirkung" einer Veränderung der Bankrate auf den Wert fixen Kapitals sein, daß sein Ertrag zu der neuen Zinsrate kapitalisiert werden wird [84]). Bei sinkendem Zinssatz wird deren Preis daher steigen und vice versa. Die Erzeuger fixer Kapitalgüter sind also für Keynes die empfindlichen Kreditnehmer, für die eine kleine Veränderung der Bankrate eine große Preisdifferenz bei ihren Produkten ausmacht.

b) Keynes' und Hawtreys empfindlicher Kreditnehmer.

Die eben dargelegte Eigentümlichkeit seiner Theorie stellt Keynes in einem seiner interessantesten Kapitel bei einer vergleichenden Betrachtung der über die Bankrate vorhandenen Lehren heraus. Hawtrey geht seiner Meinung näher als die meisten anderen an das Kernproblem heran, indem er den empfindlichen Kreditnehmer zu finden sucht. Wie schon erwähnt, reagiert nach Hawtreys Ansicht der „Händler" besonders stark auf Veränderungen der Bankrate, weil für ihn der Bankzins Hauptkostenfaktor ist. Da der Händler nach Hawtrey auch die Schlüsselstellung in der Produktion inne hat — seine Orders veranlassen die Produzenten mehr oder weniger Arbeitnehmer und damit Konsumenten im Produktionsprozeß zu beschäftigen — so bedeutet eine vermehrte Kreditnahme seitens der Händler eine Zunahme des auf den Erwerb von Verbrauchsgütern gerichteten Geldstromes. Darüber hinaus werden die Händler bei niedrigem Bankzins bereit sein, Vorräte mit geliehenem Gelde durchzuhalten. Die Folge wird eine Zunahme der Konsumenteneinnahme und -ausgabe im Verhältnis zu den laufenden Verkäufen von Konsumgütern einschließen. Keynes macht demgegenüber den berechtigten [85])

---

84) Keynes, Vom Gelde, S. 202.
85) Williams, a. a. O. S. 575.

Einwand, daß der Händler von seiner Auffassung der Gestaltung der voraussichtlichen Güternachfrage stärker als von den Kosten des Bankkredits beeinflußt wird. Dasselbe trifft auch auf den Spekulanten zu, der nach Marshalls Erklärung derjenige ist, den ein herabgesetzter Zins zu erhöhter Kreditnahme veranlaßt und durch den das neue Geld in Umlauf gelangt. Keynes beruft sich dabei auf einen schon von Tooke gegenüber einer ähnlichen Behauptung Pettys erhobenen Einwand. Danach können Geschäftsleute, die mit einer Spanne von 10% oder mehr rechnen, nicht mit einer Veränderung der Bankrate zwischen 3 und 6% kontrolliert werden. Keynes' Stellung wird in anderer Hinsicht durch die Tatsache gestärkt, daß auch der Sparer, wenn auch in geringerem Grade, durch die Bankrate beeinflußt wird. Er wird bei niedrigerem Zins mehr für Konsumgüter verausgaben und bei höherem mehr sparen. Diese Tendenz wird die Unternehmer unterstützen.

2. Kritik.

a) Die ungleichmäßige Wirkung einer Veränderung der Bankrate.

Ist Keynes' Theorie der Bankrate auch besser fundiert als die Hawtreys, so erheben sich dagegen doch gewichtige Einwände. Dies gilt vor allem für die Auffassung, daß die Wirkung einer Zinsveränderung auf den Preis fixer Kapitalgüter mit arithmetischer Genauigkeit bestimmt sei. Der Grund hierfür scheint in der Tatsache begründet zu liegen, daß Keynes in diesem Zusammenhange ganz die Rolle vernachlässigt, die das Betriebskapital, das mit dem fixen Kapital zusammenwirkt, dabei spielt [86]). Dies hindert ihn nicht nur, zu sehen, „auf welche Weise eine Veränderung der Bankrate den Wert fixen Kapitals beeinflußt [87]), sondern führt ihn auch zu einer ganz irrigen Feststellung über den Grad und die Gleichmäßigkeit jener Wirkung" [86]). Daß eine Zinsveränderung keine merkliche

---

[86]) Hayek, Reflections . . . a. a. O. Teil II, Abschn. XII. S. 25.

[87]) Die Veränderung der Zinsrate erscheint nicht so sehr als Ursache der veränderten Kapitalisation, beides sind eher „Wirkungen einer gemeinsamen Ursache . . . nämlich der Knappheit oder des Überflusses an zur Investition verfügbaren Mitteln im Verhältnis zur Nachfrage nach diesen. Nur durch Veränderung dieser relativen Seltenheit wird eine Veränderung der Bankrate auch den für die Dienste fixen Kapitals verlangten Preis ändern. Wenn eine Veränderung der Bankrate einer Veränderung der Gleichgewichtsrate entspricht, ist sie nur ein Ausdruck jener relativen Seltenheit, die unabhängig von dieser Maßnahme eingetreten ist. Aber wenn sie eine Entfernung von der Gleichgewichtsrate bedeutet, wird sie nur insoweit effektiv werden und den Wert fixen Kapitals beeinflussen, als sie in dem zur Investition verfügbaren Betrage eine Veränderung herbeiführt". (Hayek, Reflections . . . a. a. O. Teil II, Abschn. XII, S. 25.)

Wirkung auf den Ertrag fixen Kapitals hat, trifft nicht zu. Dabei wird der Einfluß einer derartigen Veränderung auf die Verteilung des Betriebskapitals übersehen. Der Nettoertrag eines Stück fixen Kapitals ist auf kurze Sicht im wesentlichen ein Residuum, das verbleibt, wenn die Betriebskosten von dem für die Erzeugnisse erhaltenen Preise abgezogen werden. Die mit Hilfe eines solchen Stück fixen Kapitals, in dem ein bestimmter Betrag unwiderruflich investiert worden ist, erlangte Gesamterzeugung wird aber erheblich schwanken. Denn es wird von den Preisen, besonders vom Zinsstand, abhängen, welcher Betrag an Betriebskapital zum Zusammenwirken mit dem fixen Kapital als lohnend angesehen wird. Der Einfluß einer Veränderung der Zinsrate auf die relative Einträglichkeit von Betriebskapital wird außerdem auf den einzelnen Produktionsstufen sehr verschieden sein. Es wird sich ganz darum handeln, ob eine Investition für kürzere oder längere Zeit damit verbunden ist. Die Folge wird sein, daß die Verteilung des Betriebskapitals zwischen den einzelnen Produktionsstufen und demnach auch der reale Ertrag des jeweils vorhandenen fixen Kapitals schwanken wird. Es ergibt sich daraus, daß mit dem Preis des ergänzenden Betriebskapitals auch Ertrag und Preis des fixen Kapitals variieren werden. Von einer gleichförmigen Wirkung einer Veränderung der Bankrate auf den Wert fixen Kapitals kann mithin nicht gesprochen werden.

b) Die Bedeutung des Zinsfaktors und des psychologischen Faktors für die Investitionstätigkeit bzw. die „Neigung zu horten".

Darüber hinaus wird aber noch ein anderes sehr wesentliches Moment bei der von Keynes angenommenen Beziehung zwischen Ersparnis und Investition unterschätzt. Die Ansichten über die zukünftigen Geschäftsaussichten, die für eine Veränderung der Investitionstätigkeit oder der „Neigung zu horten" entscheidend sind, werden nicht nur durch die Zinshöhe bestimmt [88]). Der Zinsfaktor tritt vielmehr gerade in den wichtigen Fällen eines Ungleichgewichts hinter dem psychologischen Faktor an Bedeutung zurück. Robertson sagt in diesem Zusammenhange, daß Keynes' Argumentation den Einfluß der Zinsrate auf Kosten des Marshall'schen K, der Neigung zu horten, übertreibt. Das Preisniveau der fixen Kapitalgüter, wie auch P' überhaupt, ist wie andere Preisniveaus das Ergebnis des gleichzeitigen Zusammenstoßes des relevanten

---

[88]) s. a. die Ausführungen über den Baisseüberschußfaktor, Teil III, Abschn. 4.

Geldstromes und des relevanten Güterstromes. „Wenn wir daran festhalten, werden wir finden, daß der Zinssatz als einer der Bestimmungsgründe der Größe des früheren Stromes auf seinen Platz fällt, indem er auf . . . den Wunsch der Leute zu horten, d. h. die Herrschaft über Mittel in Geldform auszuüben, anstatt Güter zu erwerben, einwirkt" [89]).

Gerade im Verlaufe des Konjunkturzyklus, wo sich die großen Gleichgewichtsstörungen zwischen Ersparnis und Investition ereignen, tritt aber der Zins als Unterlage der Kalkulation und als Regulator des Kapitalstromes in die Anlagen hinter dem psychologischen Faktor zurück. In der Hochkonjunktur vermag auch ein hoher Zins die Investition nicht zu hemmen, wenn die Zukunftsaussichten günstig erscheinen. In der Depression bedeutet andererseits auch niedrigster Geldmarktsatz keinen Anreiz, wenn die Risiken einer Investition groß erscheinen [90]). Dies trifft in erster Linie auf den Händler zu, den Keynes selbst mehr von seinen Ansichten über die zukünftige Gestaltung der Nachfrage als von Veränderungen der Bankrate beeinflußt ansieht. Beurteilt der Händler die Geschäftsaussichten günstig, so wird er mit der Investition von Betriebskapital auch zu Zinssätzen fortfahren, die auf den Investor fixen Kapitals prohibitiv wirken. Im gegenteiligen Falle wird ihn andererseits auch ein noch so niedriger Zins nicht zu erhöhter Investition veranlassen können.

c) Kreditstriktion und unbefriedigte Kreditnehmer.

Keynes räumt zwar dem vorerwähnten Gesichtspunkt auch für seinen Investor einen Einfluß ein. Er erwähnt ausdrücklich, daß P', das entscheidende Glied seiner Analyse, nicht nur durch die kapitalisierte Zinsrate, sondern auch durch die „voraussichtliche Nachfrage" nach Kapitalgütern oder deren Erzeugnissen bestimmt wird, und er betont, daß gerade die voraussichtliche Nachfrage der Felsen ist, an dem schon viele Theorien über die Kontrolle des Preisniveaus durch die Banken, z. B. die von Hawtrey und Marshall, gescheitert sind. Er glaubt aber die Bedeutung dieses Faktors mit dem Hinweis auf die Möglichkeiten abschwächen zu können, welche die Kreditrestriktion für eine Drosselung und die Ausdehnung der Kreditgewährung auf die immer vorhandenen „unbefriedigten Kreditnehmer" für eine Ausdehnung des Investitionsvolumens bieten. Nun ist es wohl richtig, daß diese Momente wichtige Einflüsse auf den Kreditmarkt darstellen, ebenso richtig ist es aber, daß sie sich bei aufsteigender und bei absteigender Konjunktur gerade in

---

[89]) Robertson, Keynes Theory . . . a. a. O. § 6.
[90]) Palyi, a. a. O. S. 371.

entgegengesetzter Richtung bemerkbar machen, als sie von Keynes beabsichtigt ist. Bei gutem Geschäftsgange sind die Banken liberaler, bei schlechtem konservativer. So kommt es, daß die Kreditgewährung gerade dann weitherziger gehandhabt wird, wenn dies im Interesse einer Preisstabilität nicht der Fall sein sollte und vice versa. Was nützen weiterhin Kreditrestriktionen, wenn die Unternehmungen ihr Kreditbedürfnis auf andere Weise z. B. im Wege der Aktienemission befriedigen können! Welche Bedeutung diesem Faktor für die Störung des Gleichgewichts zukommen kann, zeigten die Vorgänge während der letzten amerikanischen Hausseperiode vor der Krise. Dort wurden die Wirkungen eines hohen Banksatzes, welcher die Kurse und Emissionen am Markte der festverzinslichen Papiere stark herunter drückte, durch entgegengesetzte Vorgänge am Aktienmarkt wettgemacht. Auf diese Weise konnte die Investitionstätigkeit trotz der Zentralbankpolitik in größtem Maßstabe und zu niedrigen Sätzen ihren Fortgang nehmen, da die Spekulation die Kosten trug.

Ist so die Möglichkeit einer Kreditrestriktion, wenn die zukünftige Preisgestaltung günstig beurteilt wird, weitgehend eingeschränkt, so sind die Möglichkeiten einer Ausdehnung der Kreditgewährung in Zeiten ungünstiger Geschäftsaussichten noch geringer. Was den Anleihemarkt anlangt, von dem Keynes hierbei am meisten erwartet, so wollen in der Depression diejenigen Unternehmungen, deren Anleihen die Leute kaufen würden, keine Gelder aufnehmen, und die Anleihen anderer Gesellschaften, die gern Kredit haben möchten, finden beim Publikum kein Interesse. Das Ergebnis ist, daß die Banken, die davon in erster Linie berührt werden, ihre Investition in allerersten Papieren konzentrieren. Ganz in Übereinstimmung damit steht die oft gemachte Feststellung, daß wohl die erstrangigen Emissionen den Geldsatz wiederspiegeln, die meisten anderen jedoch, gegenwärtige und voraussichtliche Erträge [91]). Die jüngste Vergangenheit liefert hierfür bezeichnende Beispiele. War doch das Niveau der Durchschnittskurse erheblich niedriger als es der außerordentlichen Leichtigkeit der Geldmärkte entsprochen hätte. Hierbei kommt ganz deutlich zum Bewußtsein, daß es Zeiten gibt, in denen die Geldsätze für die Unternehmungslust und die Preise keine primäre Bedeutung haben. Wenn man dann auch durch die Banken Geld in den Markt der festverzinslichen Papiere pumpt, so versichert man sich damit nicht eines besseren Bondmarktes, wenn in dem Grade, wie die Banken mehr Bonds kaufen, andere weniger kaufen. Noch weniger wird damit eine Vermehrung des Gesamtbetrages an Anleihen und Investition bzw. eine erwünschte Verwendung der neuen

---

91) Williams, a. a. O. S. 579.

Mittel gesichert werden können. Wir berühren damit die bei der Betrachtung des Geldmechanismus dargelegten Zusammenhänge. Unter den Bedingungen des bestehenden Geldsystems „ist das Entscheidende, daß die Banken die physische Menge der Depositen kontrollieren, während die Konteninhaber über deren Verausgabung bestimmen, und Veränderungen der Menge durch Veränderungen in der Geschwindigkeit oder in der Richtung wettgemacht werden können“ [92]).

d) Bankrate und zwischenstaatlicher Kapitalverkehr.

Das letztere, Veränderungen in der Richtung, welche die Investition einschlägt, führt zu einem besonders wichtigen Punkt. Es ist dies das Problem, das sich aus der zwischenstaatlichen Wirtschaftsverpflechtung für das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition ergibt. Diese stellt, wie Keynes anerkennt, unter den gegenwärtigen Umständen das Haupthindernis dar.

Zur Wahrung des Gleichgewichts in einem Lande ist, wie schon ausgeführt, nicht nur Gleichheit zwischen heimischer Ersparnis und Investition erforderlich, sondern auch zwischen dem Saldo der Auslandskredite und des Außenhandels, indem einem Aktivsaldo der Handelsbilanz ein ebensolcher der Auslandskredite entsprechen muß. Welche Fülle von Problemen damit gestellt ist, erhellt, wenn man sich die Untersuchungen von Hesse über die äußere Wirtschaftspolitik, insbesondere den zwischenstaatlichen Kapitalverkehr gegenwärtig hält [93]). Es ist dabei offensichtlich, daß eine Veränderung der Bankrate eine den gewünschten inneren Wirkungen entgegengesetzte Wirkung auf die Auslandsausleihungen haben kann [94]). Eine Erhöhung, die zur Kontraktion des Investitionsvolumens führen soll, wird vom Auslande Kredite herbeilocken. Es werden dann „vom Ausland nur um so mehr Mittel aufgenommen, die infolge der Zinserhöhung auch umso bereitwilliger zur Verfügung gestellt werden“ [95]). Eine Herabsetzung der Bankrate, die zur Erhöhung der heimischen Investition dienen soll, wird andererseits zur Abwanderung von Kapital führen. Keynes hat hier, besonders gegen die Fluktuation der kurzfristigen Fonds, die speziell für England verhängnisvoll war, vorgeschlagen, die Differenz zwischen den Goldpunkten zu erweitern. Hierzu einige Worte.

Wie schon erwähnt, will Keynes trotz der Preisstabilisierung im Treatise an einer Goldparität festhalten. Er will

---

92) Williams, a. a. O. S. 580.
93) Hesse, Volkswirtschaftspolitik, VI. Teil, bes. S. 356 ff.
94) Hesse, Volkswirschaftspolitik, S. 366.
95) Hesse, Volkswirtschaftspolitik, S. 366.

aber die Wechselkurse nicht innerhalb der heute geltenden Goldpunkte stabilisieren, sondern diese durch Erweiterung der Spanne zwischen dem Goldan- und Verkaufspreise so festsetzen, daß den Wechselkursen nach oben und unten eine Marge von je etwa 2% bleibt, d. h. in praxi eine Erweiterung um ca. $^1/_2$% nach oben und unten. Da die Erhöhung des Goldverkaufs- und die Senkung des Goldankaufspreises eine erhebliche Erschwerung der zwischenstaatlichen Wanderung kurzfristiger Fonds bedeutet, gewinnt die heimische Zentralbank hinsichtlich ihrer Zins- und Kreditpolitik mehr „Bewegungsfreiheit". Sie kann nun innerhalb eines weiteren Spielraums ihre auf das Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition hinzielenden Maßnahmen treffen, ohne die Gegenaktionen fürchten zu müssen, die sich aus der Zu- oder Abwanderung der kurzfristigen Fonds ergeben. Den Vorteilen einer solchen Regelung, die entsprechend den vorangegangenen Ausführungen recht begrenzt sind, stehen aber nicht unerhebliche Nachteile gegenüber. Die „Bewegungsfreiheit", welche die größere Spanne der Zentralbank gibt, schließt die Gefahr in sich, daß bei aufsteigender Konjunktur in noch stärkerem Maße als sonst Fehlinvestitionen vorgenommen werden, und bietet andererseits keine Gewähr, den Zusammenbruch zu verhindern. Denn die Erweiterung der Goldpunkte ändert schließlich im Grunde garnichts an dem „Mechanismus" der Goldwährung. Mit dem Festhalten der Goldparität sind letzten Endes die Wechselkurse und nicht die Preise stabilisiert. Die Stabilisierung der Wechselkurse und damit des äußeren Gleichgewichts erfordert aber eine Kreditpolitik der Zentralbanken, die mit dem inneren Gleichgewicht, zumindest auf „kurze Sicht", meist unvereinbar ist[41]). Eine Preisstabilisierung ist daher, wie Keynes zugibt, nur auf internationaler Basis möglich, eine Voraussetzung, die gegenwärtig weniger denn je Aussicht auf Erfüllung hat.

e) Zusammenfassung.

Die gesamte Diskussion dieses Gegenstandes läßt sich in folgendem Ergebnis zusammenfassen: Die Kreditpolitik des Banksystems ist zweifellos ein wichtiger Faktor für das Preisniveau. Die Keynes'sche Analyse läßt aber die Frage offen, welche Bedeutung ihm im Verhältnis zu anderen beizumessen ist oder mit anderen Worten, in welchem Zeitraum und in welcher Ausdehnung eine Veränderung der monetären Bedingungen die allgemeinen Geschäftsbedingungen und das Preisniveau beeinflussen wird[96]). Über diese Zweifel kann auch Keynes' Verknüpfung der Bankrate mit dem „natürlichen"

---

[96]) Williams, a. a. O. S. 581.

Zins, bei dem nach seiner Definition Ersparnis und Investition im Gleichgewicht sind, nicht hinwegtäuschen. Die Zentralbank kann allein den Marktzins kontrollieren, auf den „natürlichen" Zins hat sie nur sekundären Einfluß. Dieser ist außer von dem Geldangebot von den mehr oder weniger psychologisch bedingten Ansichten über die künftige Geschäftslage abhängig. Die Stabilisierung des Gleichgewichts zwischen Ersparnis und Investition mittels der Anpassung des Marktzinses an den „natürlichen" Zins steht vor zwei Hindernissen, die sich daraus ergeben, daß die Regulierung des Marktzinses einmal ausreichend zum anderen rechtzeitig erfolgen muß. Was das erste anlangt, so kann der Bankzins wohl in jede gewünschte Höhe hinaufgeschraubt werden, er kann aber nicht unter null gesenkt werden. Und was das zweite anbetrifft, so bedeutet rechtzeitig: im voraus, d. h. ehe die Veränderung des „natürlichen" Zinses in Preisveränderungen zum Ausdruck kommt. Das ist aber bei dem heutigen Stande der Konjunkturforschung noch nicht möglich [97]). Die Unterscheidung zwischen „natürlichem" Zins und Marktzins bedeutet daher keine Lösung des Problems, sie läuft nur darauf hinaus, die Schwierigkeit auf andere Weise festzustellen [98]). Wenn der „natürliche" Zins sichtbar wäre, könnte es anders sein, aber er ist „wie der Glaube" nur an seinen Taten zu erkennen [98]).

In ruhigen Zeiten bietet das Problem einer Anpassung der Ersparnis an die Investition mittels des Kreditinstrumentes keine Schwierigkeiten. Es besteht dann hauptsächlich darin, kleinere Gleichgewichtsstörungen auszugleichen. Erst in Verbindung mit den großen Konjunkturschwankungen wird die Frage brennend, und da zeigt es sich dann, daß die Regulierung des Geldangebotes durch die Zentralbank kein ausreichendes Mittel zur Beeinflussung der Wirtschaftslage und des Preisniveaus ist.

Es erweist sich damit aufs neue, daß die Beseitigung der Konjunkturschwankungen ein unlösbares Problem ist. Sie sind nicht die Folgen einzelner monetärer oder andersartiger Ursachen, sondern beruhen letzten Endes, wie es Hesse in seiner Allgemeinen Volkswirtschaftslehre darlegt, auf der Struktur der kapitalistischen Wirtschaft. Diese „führt zu einer weitgehenden Teilung der Berufe und Gewerbe, innerhalb deren ein jeder für die Gesamtheit produziert, aber Maß und Richtung der Produktion selbst bestimmt" [99]). Entscheidend wird damit die „wirtschaftliche Initiative . . . einzelner Personen", denn es „vollzieht sich die gesellschaftliche Produktion ohne einheitlichen Plan, ohne zentrale Leitung, ohne Zusammenhang zwischen denen, die Güter erzeugen, und denen, für die sie produziert

---

97) Hesse, Allgemeine Volkswirtschaftslehre S. 455 f.
98) Williams, a. a. O. S. 578.

werden, ohne Zusammenhang zwischen denen, die durch Sparen Kapital bilden, denen, die es produktiv verwenden, und denen, die die erzeugten Güter verbrauchen" [99]). Die Struktur der kapitalistischen Wirtschaft ist mithin die Grundtatsache, aus der sich die Konjunkturzyklen ergeben. Da wir aber keine bessere Wirtschaftsform an ihre Stelle zu setzen wissen, so werden wir weiter danach streben müssen, ihre ruckweisen Bewegungen zu mildern. Eine Beseitigung der konjunkturellen Gleichgewichtsstörungen wird aber nicht möglich sein.

V. Die Depressionen der neunziger Jahre und der Gegenwart.

Im Verlaufe seiner Untersuchung der früheren Depressionsperioden und zwar bei der Betrachtung der Depression der neunziger Jahre kommt Keynes dann selbst zu der Überzeugung, daß die Handhabung der Bankrate kein ausreichendes Mittel für eine Beseitigung schwerer Gleichgewichtsstörungen darstellt. Die Depression der neunziger Jahre ist in seiner Terminologie eine fortgesetzte und schwere Warendeflation, die trotz großer Zunahme des gesamten Bankgeldvolumens andauerte. Monetäre Voraussetzungen für einen Aufschwung waren durchaus gegeben. Die Goldvorräte der Bank von England verdoppelten sich in den Jahren von 1890—96, die Reserven der Banken verdreifachten sich fast, während sich ihre Depositen in derselben Zeit beinahe verdoppelten. Zweieinhalb Jahre lang verharrte die Bankrate auf dem Satze von 2%. Die Kreditbedingungen waren also alles in allem denkbar günstig. Dennoch trat keine Geschäftsbelebung ein, die Depression hielt unvermindert an. Den Grund sieht Keynes in dem fortgesetzten Übersteigen der Ersparnis über die Investition, das sich aus der ununterbrochenen Drosselung der Produktion fixer Kapitalgüter ergab. Die Auslandsinvestition lag infolge der Baring-Krise gänzlich brach. Neue Erfindungen, die zur Belebung der heimischen Investitionen hätten dienen können, traten auch nicht zutage. Keynes wirft die Frage auf, ob weitere Maßnahmen der Bank von Englang außer der Zinssenkung Aussicht auf Erfolg gehabt hätten. Die offene Marktpolitik war damals noch nicht bekannt. Aber er verneint die Möglichkeit, daß Bondskäufe seitens der Bank von England die Investition hätten wesentlich anregen können. So gelangt er schließlich angesichts dieser Sachlage zu der Überzeugung, daß hier nur weitgehende Maßnahmen der Regierung in Form von Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und Staatsgarantien Wandel ge-

---

[99]) Hesse, Allgemeine Volkswirtschaftslehre, S. 449 f.

schaffen hätten; der fortgesetzten Sterilisierung von Kaufkraft und Verschwendung von Ersparnissen, die sich in solchen Zeiten daraus ergibt, daß die Produzenten infolge des dauernden Übersteigens der Ersparnisse über die Investition beständig unter ihren Produktionskosten bleiben, ist nur dadurch Einhalt zu tun, daß die öffentliche Hand selbst die gänzlich daniederliegende Initiative aufnimmt und so den circulus vitiosus unterbricht. Dieser Schlußfolgerung von Keynes kann trotz grundsätzlicher Bedenken angesichts der gegenwärtigen Depression die Berechtigung nicht abgesprochen werden.

So sehr es verfehlt wäre, das durch die Überinvestition während des Konjunkturaufschwunges entstandene Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition grundsätzlich mit solchen Mitteln bekämpfen zu wollen, so wenig ist zu verkennen, daß es Fälle gibt, in denen mit dem „Naturheilverfahren" allein nicht auszukommen ist. Es ist dann gerade im Sinne einer auf Neutralisierung der Geldeinflüsse gerichteten Politik geboten, eine Wiederausdehnung des Produktionsvolumens mit allen verfügbaren Mitteln zu erstreben [100]). Auch die gegenwärtige Depression ist mit Keynes als ein solcher wichtiger Ausnahmefall anzusehen, und damit sind wir bei der Kredit- und Währungspolitik angelangt, die Keynes zur Bekämpfung der gegenwärtigen Depression empfiehlt.

VI. Die Maßnahmen zur Bekämpfung der gegenwärtigen Depression.

Die grundlegende Ursache der gegenwärtigen Depression sieht Keynes in dem dauernden Auseinanderklaffen der Zinssätze für langfristige und kurzfristige Kredite in der Nachkrieszeit und besonders seit 1925. Dies ist umso bemerkenswerter, als seine Theorie gerade auf der Behauptung beruht, daß eine solche Divergenz nicht besteht. Soll doch danach der Zinssatz langfristiger Kredite außerordentlich leicht auf Veränderungen der Bankrate reagieren und so Mittel aus dem Markt der kurzfristigen Kredite auf den der langfristigen hinüberziehen. Die Bedeutung, welche den Ansichten über die „voraussichtliche Nachfrage" gegenüber monetären Faktoren zukommt, liegt hier offen zutage. Nur so ist es zu erklären, daß „ein erstklassiges festverzinsliches Papier zu einer Zeit $4^1/_2$—5% bringt, wo die kurzfristige Rate nicht viel über zwei Prozent steht".

Die besonderen Schwierigkeiten für England sah Keynes, als er den Treatise schrieb, außer in der Starrheit des Lohn-

---

100) W. Röpke, Geldtheorie und Weltkrise, a. a. O. S. 1746

niveaus, die auch für die meisten anderen Industriestaaten zutraf, vor allem darin, daß die Investition im Auslande mehr einbrachte und daher auch nach auswärts abwanderte, anstatt der heimischen Industrie zugute zu kommen. In „The Means to Prosperity", die er der Weltwirtschaftskonferenz im Sommer 1933 anempfahl, begrüßte er es daher mit Genugtuung, daß es dem englischen Schatzamt und der Bank von England gelungen war, den langfristigen Zinssatz im Gegensatz zu anderen Ländern zu senken. So war außer der ersten Stufe, welche die Erleichterung des Bankkredits bezüglich dessen Menge und Preis bedeutete, auch die zweite erklommen. Da aber der Bankkredit im wesentlichen zum Wiederaufbau des Betriebskapitals dient und diese Rolle erst übernimmt, wenn sich die Erzeugung bereits vergrößert, die Investition in fixen Kapitalgütern aber trotz des niedrigen langfristigen Zinses mangels privater Initiative nicht in Gang kommt, so verlangt Keynes, daß die öffentlichen Stellen mit Arbeitsbeschaffungsprogrammen vorangehen sollen. Dies umso mehr als schon ein großer Teil der „normalen" Investitionsprogramme von öffentlichen und halböffentlichen Stellen unternommen werden [101]).

Entscheidende Bedeutung für die Überwindung der Depression gewinnt aber schließlich das Problem der Geldschöpfung. Geht man davon aus, daß, um den Beschäftigungsstand erheblich zu steigern, eine Erhöhung des Preisniveaus erforderlich ist — Keynes erwähnt in diesem Zusammenhange das Preisniveau des Jahres 1930 — so ergibt sich Folgendes: Die Preissteigerung kann nur eintreten, wenn der auf den Erwerb der Güter gerichtete Geldstrom stärker als das gleichzeitige Warenangebot zunimmt. Die Ausgaben können aber nur gesteigert werden, wenn die Leute einen größeren Teil ihres schon vorhandenen Einkommens ausgeben, oder wenn ihre Kaufkraft auf anderem Wege gesteigert wird. Dem ersten Auswege sind jedoch infolge der außerordentlich gesunkenen Ersparnisbildung enge Grenzen gesetzt [102]). Bei der Größe des Problems kommt vielmehr in erster Linie die Schaffung neuer Kaufkraft in Frage. Sieht man von dem Fall einer Geldschöpfung auf Grund von Goldproduktion ab, so kann die gesamte nominale Kaufkraft in einem Lande nur durch vermehrte Kreditgeldschaffung oder durch eine verbesserte Auslandsbilanz gesteigert werden. Da das zweite aber der übrigen Welt Beschäftigung und Kaufkraft entzieht, kommt für die Welt als Ganzes nur ersteres in Frage. Das Ergebnis der Überlegung ist demnach, daß für die Hebung der Weltpreise nur eine Kreditgeldvermehrung nützen kann. Jetzt erhebt sich die Frage, in welcher Weise die Kreditausweitung bewerkstelligt

---

101) Keynes, The Means . . . S. 20 ff.
102) Außerdem wäre deren weitere Verringerung kaum ratsam.

werden kann. Keynes faßt zunächst zwei Möglichkeiten ins Auge, von denen ihm aber die erste undiskutabel und die zweite als unzureichend erscheint. Die erste „Möglichkeit" würde darin bestehen, daß die Länder mit großen Goldreserven oder günstiger Auslandsbilanz den finanziell schwächeren Ländern Kredite gewähren. Dazu fehlt aber insofern die Voraussetzung, als die Länder, die hierzu am ehesten in der Lage wären, am wenigsten geneigt sind, Auslandskredite zu gewähren. Außerdem könnte dieses Mittel auch zu keiner der Größe des Problems entsprechenden Kreditausweitung führen. Dies trifft auch für den zweiten Weg zu, der darin besteht, daß die finanziell starken Länder eine heimische Kreditausweisung herbeiführen. Infolge der damit verbundenen Vergrößerung des Imports würden zwar so auch die anderen Länder davon profitieren. Um aber eine genügende Hebung der Weltpreise und des allgemeinen Beschäftigungsstandes in relativ kurzer Zeit herbeizuführen, ist auch dieses Mittel unzureichend. Hierzu kann nur eins führen, die gleichzeitige Kreditausweitung in zahlreichen verschiedenen Ländern. Nur wenn eine derartige Politik von vielen Ländern gleichzeitig befolgt wird, kann die für die Auslandsbilanz des einzelnen Landes bestehende Gefahr, wenn es allein Kreditausweitung treibt, vermieden werden. „General action has no dangers whatever" [103]). Nur so können die Befürchtungen der Zentralbanken für ihre Reserven behoben werden.

Die Frage, wie die internationale Kreditausweitung zu organisieren sei, sieht Keynes als das zentrale Problem an, das der Weltwirtschaftskonferenz gestellt ist. Er legt selbst hierfür einen Plan vor. Nach Schaffung gewisser Voraussetzungen, vor allem Liquidation der Kriegsschulden- und Reparationspolitik, sollen von einer internationalen Behörde Goldnoten, deren Goldwert dem Goldgehalt des U.S.A.-Dollars entsprechen solle, bis zum Betrage von fünf Milliarden Dollar ausgegeben werden. Diese Goldnoten sollen jedem Teilnehmerlande gegen gleichwertige Goldbonds ihrer Regierungen bis zu einem Maximalbetrage von 450 Millionen zur Verfügung gestellt werden. Der letztere würde den jeweils gehaltenen Goldreserven etwa des Jahres 1928 entsprechend festzusetzen sein. Die Annahme der Goldnoten zum gleichen Goldwerte müßte in jedem teilnehmenden Lande gesetzlich verankert sein. Entsprechend seiner Quote ist nach Keynes' Plan jedes Teilnehmerland bei der Emissionsbehörde stimmberechtigt. Schließlich sollen die Goldbonds zu einem veränderlichen Satze verzinslich sein, um die Unkosten der Zentralstelle zu decken und einen Garantiefonds anzusammeln. Der Zinssatz soll dabei

---

[103]) Keynes, The Means . . . S. 24.

so reguliert werden, daß die Goldpreise der Hauptprodukte des internationalen Handels möglichst eine bestimmte Norm — etwa die des Jahres 1930 — nicht überschreiten. Kann dieser Zweck mit Hilfe der Zinsregulierung allein nicht erreicht werden, so bleibt es der Zentralstelle vorbehalten, die für die Goldbonds verantwortlichen Regierungen zu einer teilweisen Zurückziehung zu veranlassen.

Soweit das Keynes'sche Weltinflationsprogramm nach „The Means to Prosperity". Der hervortretendste Zug daran ist seine entschiedene Wendung zum Goldstandard im Gegensatz zu Keynes' früheren Anschauungen. Denn die Noten würden Goldnoten sein, und die Teilnehmerländer müßten sie als den Gegenwert von Gold annehmen. Dies bedeutet, daß die nationalen Währungen jeweils in einer irgendwie definierten Beziehung zum Golde stehen müßten. Das heißt also, die vom Golde abgewichenen Länder müssen zum Goldstandard zurückkehren. Keynes knüpft diese Rückkehr an einige Bedingungen, vor allem die, daß eine Abweichung der nationalen Währungen von der Goldparität entsprechend seinen Vorschlägen im Treatise zugelassen sei. Erst über die Erweiterung der Goldpunkte hinausgehende Abweichungen sollen durch Goldan- und -verkäufe der Zentralbanken verhindert werden.

Mit seiner deutlichen Hinwendung zum Goldstandard ist Keynes Repräsentant eines allgemeinen Stimmungsumschwunges in England zugunsten einer Wiederherstellung der Goldwährung. Die Exporteure haben ebenso wie die anderen Wirtschaftskreise dort seit der Abkehr Englands vom Goldstandard die bittere Erfahrung gemacht, daß die Wechselkursschwankungen, wenn sie auch durch den Währungsausgleichsfonds in gewissen Grenzen gehalten wurden, jede Kalkulation unmöglich machen und zur Unsicherheit der Weltwirtschaft erheblich beitragen [104]).

Eine Stellungnahme zu den einzelnen Punkten des Keynes'schen Kreditausweitungs-Programmes dürfte hier nicht nötig sein. Sie ergibt sich zum großen Teil aus den vorangegangenen Ausführungen. Der phantastische Plan einer solchen Weltinflation ist bisher nicht verwirklicht worden, und es besteht auch in Zukunft keine Aussicht dafür. Er setzt ebenso wie die im Treatise vorgeschlagene überstaatliche Währungspolitik ein Maß von Kooperation der Notenbanken voraus, von dem wir weit entfernt sind. Die Gefahren einer so gewaltigen Vermehrung der Reservemittel sind außerdem nicht zu verkennen. Wenn die Weltwirtschaft zum Jahre 1929 zurückkehrt, würde sie wohl auch wieder ein Jahr 1931 erleben [105]).

---

104) Benham, a. a. O. S. 76.
105) Benham, a. a. O. S. 76.

Auf eine Hilfe von außen, im Wege der internationalen Zusammenarbeit, ist bei der Bekämpfung der Depression nicht zu rechnen. Im Gegenteil. Ihre Bekämpfung durch das Mittel fortschreitender Währungsverschlechterung muß den Druck, der auf den anderen Volkswirtschaften lastet, nur erschweren. Bringt doch die Entwertung des Dollars, wie Keynes in seiner letzten Presseäußerung sagt [106]), die ganze Welt in Verwirrung. So bleibt nur, mit den eigenen Mitteln mühsam und zähe einen Weg nach oben zu bahnen, und, wie es in Deutschland geschieht, mit umfassenden und vielseitigen Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen die private Initiative zu beleben suchen. Die tiefschürfenden Untersuchungen der Geldprobleme durch Keynes werden dabei, auch wenn man seinen letzten Konsequenzen nicht zu folgen vermag, ein wertvoller Ratgeber sein können.

---

106) Keynes, Wie stehen die Aussichten für Roosevelt? a. a. O.

Lebenslauf.

Ich bin am 27. 7. 1903 in Breslau geboren. Nach zweijährigem Besuch der Breslauer Volksschule trat ich zunächst in das Real- und Reformgymnasium zum Heiligen Geist ein und ging dann ab Untertertia zur Oberrealschule über. Zunächst besuchte ich die Bender-Oberrealschule in Breslau bis Untersekunda, sodann die Oberrealschule in Freiburg/Schles. Diese verließ ich mit der Reife für Oberprima. Nachdem ich anschließend vier Semester volkswirtschaftliche Vorlesungen an der Universität Breslau gehört hatte, machte ich zunächst eine zweieinhalbjährige bankgewerbliche Ausbildung durch und war dann noch fünf Jahre im Bankfach tätig. Anschließend erwarb ich das Maturitätszeugnis der Deutschen Oberschule als Extraneer. Nach Wiederaufnahme meines volkswirtschaftlichen Studiums legte ich im Juni 1933 das Diplom-Volkswirtsexamen an der Universität Breslau ab. Die Vorbereitung für das Doktorexamen fand in den beiden folgenden Semestern ebenfalls an der rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Breslau statt.